



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 1

IV квартал 2014-
I квартал 2015

Информационно-
аналитические
материалы

ОБЗОР ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Москва

В настоящем обзоре статистические и расчетные данные приведены по состоянию на 1 апреля 2015 года.

Электронная версия обзора на русском и английском языках размещена на официальном сайте Банка России (адрес: <http://www.cbr.ru/publ/?PrId=stability>).

Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора, можно направлять по адресу: reports@cbr.ru.

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	3
1. КАРТА РИСКОВ	7
2. РИСКИ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ И МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	8
2.1. Риски и экономические перспективы в ведущих странах	8
2.2. Риски снижения цен на сырьевые товары	12
3. РИСКИ ПОВЫШЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ НА ФОНДОВОМ И ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ.....	15
3.1. Повышенная волатильность в декабре 2014 года и ответные меры Банка России	15
3.2. Перспективы погашения внешнего долга компаниями и банками.....	20
4. ОЦЕНКА ФИСКАЛЬНОЙ УСТОЙЧИВОСТИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ.....	22
4.1. Устойчивость федерального бюджета в среднесрочном и долгосрочном периоде.....	22
4.2. Риски несбалансированности и долговой устойчивости бюджетов субъектов Российской Федерации	27
5. РИСКИ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ.....	30
5.1. Системные риски нефтегазового сектора.....	30
5.2. Финансовое положение отраслей с повышенной долговой нагрузкой	33
6. ОЦЕНКА СИСТЕМНЫХ РИСКОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА	38
6.1. Риски кредитования нефинансовых организаций	38
6.2. Риски на рынке ипотечного кредитования.....	40
6.3. Риски необеспеченного потребительского кредитования.....	42
6.4. Процентный риск банковского сектора.....	44
7. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ НЕКРЕДИТНЫХ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ.....	46
7.1. Страховые организации.....	46
7.2. Негосударственные пенсионные фонды.....	48
7.3. Профучастники рынка ценных бумаг	49

РЕЗЮМЕ

Российская финансовая система в IV квартале 2014 – I квартале 2015 года столкнулась с целым рядом проблем: падением цен на нефть, увеличением платежей по долговым обязательствам, снижением кредитных рейтингов, что в совокупности привело к существенному росту рыночной волатильности. Однако меры Банка России и Правительства России, реализованные в этот период, позволили относительно быстро стабилизировать ситуацию. Финансовая система оказалась устойчивой к внешним шокам, что связано в том числе с принятыми в последние годы мерами по совершенствованию банковского регулирования и развитию финансового рынка.

Не все риски, с которыми столкнулась глобальная и российская финансовая система, были заранее предсказаны. В частности, практически никто из аналитиков в первой половине 2014 года не прогнозировал столь значительного снижения цен на нефть, которое наблюдалось во второй половине 2014 года. Данный эпизод еще раз подтвердил необходимость постоянной работы по повышению устойчивости финансового сектора к ключевым угрозам, развитию инструментов управления рисками, а также наличия у центрального банка и правительства возможностей и инструментов по оперативному решению возникающих проблем. В частности, важным фактором является наличие у центрального банка достаточного объема резервов в иностранной валюте для осуществления операций валютного рефинансирования и проведения интервенций. Текущий уровень валютных резервов в России является достаточным с точки зрения всех общепризнанных критериев достаточности валютных резервов. Однако специфика ситуации в России требует более консервативного подхода, который должен учитывать возможность длительного ограничения доступа на внешние рынки и необходимость покрытия потенциальных значительных оттоков капитала в течение двух-трех лет. В связи с этим Банк России начал политику по постепенному восстановлению величины резервов до целевого уровня в 500 млрд долл. США.

В декабре 2014 года на фоне падения цен на нефть, значительных объемов погашения внешнего долга в условиях санкций и общего ухудшения экономической конъюнктуры на российском финансовом рынке произошел рост волатильности, ослабление рубля по отношению к доллару США и евро (в целом за IV квартал 2014 года рублевая стоимость бивалютной корзины, рассчитанная по официальным курсам Банка России, увеличилась на 39,7%). Это сопровождалось активизацией оттока капитала из России, прежде всего за счет возросшего спроса организаций и населения на иностранную валюту. Ухудшилась ситуация с ликвидностью банковского сектора: имело место заметное снижение объема вкладов населения (максимальное накопленное сокращение с 1 ноября по 25 декабря 2014 года составило 5,1% с коррекцией на курсовую переоценку), а также рост процентных ставок на денежном рынке. Для профучастников рынка ценных бумаг ставки по междилерскому репо в определенный период превышали 27% годовых. В то же время кризиса ликвидности в финансовой системе не произошло: сокращение вкладов населения в банках в указанный период компенсировалось существенным приростом депозитов юридических лиц (10,9%) и ростом объема операций рефинансирования Банка России (43%). Это позволило банкам сохранить большую часть позиций на денежном рынке, в том числе по финансированию брокеров.

Принятые Банком России и Правительством РФ масштабные антикризисные меры¹ позволили относительно быстро стабилизировать ситуацию, и уже в феврале негативные тенденции

¹ Пресс-релиз Банка России от 17 декабря 2014 года «О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора»; распоряжение Правительства РФ от 27 января 2015 года № 98-р.

были преодолены. На фоне повышения привлекательности рублевых сбережений начались чистые продажи иностранной валюты населением, возобновился прирост вкладов (чему также способствовало увеличение в декабре 2014 года максимальной величины возмещения по вкладам с 0,7 до 1,4 млн руб.). Восстановлению ситуации на финансовых рынках способствовало улучшение внешних условий: рост цен на нефть марки Urals с минимального значения в 43 долл. США за баррель в январе до 60–65 долл. США за баррель в начале мая 2015 года, ослабление геополитических рисков в связи с выработкой 12 февраля 2015 года Трехсторонней контактной группой Комплекса мер по выполнению Минских соглашений. В результате с февраля по апрель 2015 года рублевая стоимость бивалютной корзины опустилась на 27%. Несмотря на снижение в начале года суверенного рейтинга РФ двумя ведущими рейтинговыми агентствами (Standard & Poor's и Moody's) до спекулятивного уровня, российский рынок государственных облигаций остается привлекательным для иностранных инвесторов: с середины марта по 1 мая 2015 года объем их вложений в облигации федерального займа (ОФЗ) возрос примерно на 50 млрд рублей. Доходности ОФЗ вернулись к уровню ноября прошлого года после стремительного роста в период повышенной рыночной волатильности, наблюдавшейся в декабре 2014 года.

Максимальный объем погашения внешнего долга нефинансовых компаний и банков был запланирован на IV квартал 2014 – I квартал 2015 года, в последующие периоды объемы погашений заметно ниже. У компаний и банков имеется достаточный буфер ликвидности в иностранной валюте для погашения внешних долгов. В рамках операций рефинансирования Банка России в иностранной валюте объем привлеченных кредитными организациями средств составил 36 млрд долл. США (по состоянию на 9 июня 2015 года). Величина неизрасходованного лимита (14 млрд долл. США), по оценкам Банка России, в настоящее время является достаточной для поддержания стабильной ситуации с валютной ликвидностью на внутреннем рынке. Кроме того, по мере улучшения рыночной конъюнктуры российские заемщики стали чаще выходить на внешние рынки: с ноября 2014 года по апрель 2015 года нефинансовые компании привлекли субординированные кредиты и выпустили еврооблигации на 6,1 млрд долл. США (данные информационного агентства Sbonds), кредитные организации – на 0,7 млрд долл. США. Активно проводятся и внутренние размещения. Объем размещений рублевых корпоративных облигаций с ноября 2014 года по апрель 2015 года составил 1,8 трлн рублей. Тем не менее в перспективе нескольких ближайших кварталов можно выделить следующие риски.

Внешние риски

В краткосрочной перспективе ожидается первое повышение учетной ставки ФРС США с уровня 0–0,25%, на котором она находилась в течение последних семи лет. Хотя данное событие является ожидаемым, не исключено, что ужесточение денежно-кредитных условий в США приведет к умеренно негативным последствиям для стран с развивающимися рынками: ослаблению валют, росту доходностей облигаций, оттоку капитала. Проведение стимулирующих мер в еврозоне, где, наконец, наметились признаки восстановления экономики, может в определенной степени сглаживать негативные последствия ужесточения политики ФРС для стран с формирующимися рынками. В то же время неопределенная ситуация с Грецией, которой пока не удается согласовать с международными кредиторами план социально-экономических реформ для получения очередного транша кредитов, способствует повышенной волатильности мировых валют.

Сохраняется неопределенность относительно динамики цен на нефть. В последние месяцы подъему цен способствовали ожидания сокращения предложения нефти, однако наблюдаемый рост цен повышает рентабельность производства нефти для сланцевых производителей США и Канады. Кроме того, возможное увеличение экспорта из Ирана на фоне сохранения другими странами ОПЕК своей доли может осложнить достижение баланса спроса и предложения на рынке. В то же время текущий уровень цен на нефть марки Urals (60–65 долл. США за баррель) явля-

ется вполне приемлемым как с точки зрения кредитоспособности российских нефтяных компаний, так и фискальной устойчивости государственного бюджета.

Риски нефинансовых организаций

В условиях экономического спада российские компании столкнулись с необходимостью оптимизации своих бизнес-процессов, в частности в сфере капитальных вложений и в политике заимствований. На фоне ослабления рубля и сокращения прибыли продолжился рост долговой нагрузки: по данным консолидированной отчетности 150 крупнейших компаний за 2014 год, средний коэффициент «чистый долг/EBITDA» увеличился с 1,9 до 2,2.

Нефтегазовые компании сохраняют устойчивое финансовое состояние даже при наиболее неблагоприятной конъюнктуре сырьевых рынков – цене на нефть на уровне 40 долл. США за баррель. Обесценение рубля компенсирует снижение экспортных доходов, а изменения налоговой нагрузки в результате «налогового маневра» в текущих условиях являются незначительными. В то же время повышенные риски характерны для следующих видов деятельности: строительство, операции с недвижимым имуществом и аренда. На фоне сокращения спроса населения на жилье, ухудшения финансового состояния компаний, арендующих коммерческие площади, отдельные строительные и девелоперские компании имеют существенные долги в иностранной валюте, тогда как доля их валютных доходов ограничена. В связи с этим перевод кредитования данного сектора и арендных платежей в рубли будет способствовать повышению устойчивости сектора к валютным рискам.

Риски банковского сектора

Ключевой проблемой для банковского сектора в ближайший год станет реализация кредитных рисков в условиях отрицательной динамики ВВП. На фоне спада деловой активности в большинстве отраслей экономики уже наблюдается рост доли «плохих» кредитов. Существенный рост просроченной задолженности с начала 2015 года отмечается в следующих видах экономической деятельности: строительство, производство машин и оборудования для сельского хозяйства, торговля. В условиях высокой долговой нагрузки корпоративного сектора ухудшение качества портфеля кредитов компаниям продолжится.

Ситуация на рынке необеспеченного потребительского кредитования в последние полгода продолжала ухудшаться: в I квартале 2015 года были отмечены отрицательные темпы роста задолженности (–5,2%), рентабельность капитала банков, специализирующихся на розничном кредитовании, на 1 апреля 2015 года составила –6,8%. Однако анализ кредитного качества различных поколений кредитов (винтажей) показывает, что в 2014 году банки существенно ужесточили стандарты кредитования. Можно ожидать, что в 2015 – первой половине 2016 года доля плохих кредитов достигнет своего пика (16,5–17,0%), после чего наметится улучшение ситуации.

Результатом реализации кредитного риска является значительное сокращение прибыли банковского сектора за счет увеличения резервов на возможные потери по ссудам, что ограничивает возможности наращивания банками собственных средств (капитала). В то же время существенную поддержку банковскому сектору окажет проводимая программа по докапитализации банков через АСВ.

Реализованный в декабре 2014 года пакет регулятивных послаблений позволил повысить уровень достаточности собственных средств (капитала) банковского сектора примерно на 1,5 процентного пункта. По мере стабилизации ситуации на финансовом рынке вклад этих льгот уменьшился к 1 апреля 2015 года до 0,5–1,0 процентного пункта. Банк России принял решение начать

постепенное сворачивание антикризисных регулятивных мер, однако в целях недопущения нежелательного давления на нормативы банков часть регулятивных послаблений была продлена².

Повышение уровня процентных ставок в российской экономике в IV квартале 2014 года усилило процентные риски банковского сектора, обусловленные существенной отрицательной разницей между величинами активов и пассивов банков, чувствительных к изменению процентных ставок, на горизонте до 30 дней. Факторы, обуславливающие эту разницу: высокая зависимость банков от краткосрочного финансирования, склонность вкладчиков перекладывать средства на более доходные вклады, низкая доля кредитов с плавающими ставками. Снижение Банком России ключевой ставки в 2015 году существенно уменьшает ожидаемые потери от процентного риска, однако для ограничения подверженности данному риску в дальнейшем банкам можно рекомендовать улучшать практику управления процентным риском.

Риски небанковских финансовых организаций

Сегмент некредитных финансовых организаций не несет в себе значимых рисков для финансовой стабильности из-за относительно небольших размеров (около 6% совокупных активов финансовой системы). В то же время Банк России осуществляет мониторинг рисков, способных оказать негативное влияние на качественное и бесперебойное выполнение некредитными финансовыми организациями своих функций.

В 2014 году определенные трудности наблюдались на рынке ОСАГО, что было связано с недостаточностью страховых тарифов и сложившейся судебной практикой. В ответ на рост убыточности по ОСАГО многие страховщики приняли решение об оптимизации региональных сетей, сокращении и продаже розничного портфеля либо уходе с рынка. Ситуация начала восстанавливаться после серии корректировок тарифов по ОСАГО, которые сопровождались также повышением лимитов ответственности.

После нескольких лет неопределенности относительно будущей судьбы накопительной части пенсии Правительство РФ приняло решение о сохранении накопительного элемента в пенсионной системе и возобновлении ее работы с 2016 года в прежнем режиме. Это решение обеспечит стабильный приток длинных денег в экономику страны, а также будет способствовать снижению волатильности на российском фондовом рынке.

² Пресс-релиз Банка России от 15 мая 2015 года «Об антикризисных мерах в сфере банковского регулирования».

1. КАРТА РИСКОВ

В I квартале 2015 года индикаторы рыночного риска заметно улучшились после периода повышенной волатильности в декабре 2014 года, показатели рублевой ликвидности вернулись к уровню 1 октября 2014 года. В реальном

секторе продолжается рост долговой нагрузки. Ситуация в банковском секторе существенно ухудшилась, что отражается в росте доли просроченных кредитов и снижении рентабельности собственных средств.

Рисунок 1



* Показатели Net debt/EBITDA и EBITDA margin рассчитаны по данным консолидированной финансовой отчетности 107 компаний. Данные на 1.04.2015 отсутствуют.

Примечание:

Шкала от 0 до 100 единиц отражает минимальные и максимальные значения индикаторов на горизонте с 1.01.2012 по 1.04.2015.

От центра к периферии:

- рост премии по суверенным CDS (на срок 5 лет),
- снижение доли нерезидентов на рынке ОФЗ, рост вмененной волатильности опционов «при деньгах» на курс «рубль-доллар США» (1 месяц),
- рост вмененной волатильности индекса РТС (1 месяц),
- рост коэффициента обременения рыночных активов,
- рост спреда между ставкой Mosprime и свопом OIS (3 месяца),
- увеличение отношения долга за вычетом денежных средств и их эквивалентов к прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (Net Debt/EBITDA),
- снижение отношения прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации к выручке от продаж (EBITDA margin),
- снижение рентабельности капитала кредитных организаций (за 12 месяцев),
- рост доли просроченной задолженности по кредитам нефинансовым организациям и физическим лицам.

2. РИСКИ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ И МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2.1. Риски и экономические перспективы в ведущих странах

Темпы прироста мирового ВВП в 2014 году остались на уровне 2013 года (по оценкам МВФ, 3,4%). В 2015–2016 годах ожидается **сохранение темпов прироста ВВП в ведущих странах на более низком уровне** по сравнению со среднегодовыми темпами в период, предшествовавший кризису 2008 года (табл. 1). В 2015 году темпы экономического роста в развитых странах будут ниже, чем в среднем в течение 10 лет до кризиса, на 0,4 процентного пункта, в странах с формирующимися рынками и развивающихся странах – на 1,6 процентного пункта. При этом ожидается умеренный рост экономики США, некоторое повышение темпов роста экономики еврозоны, снижение темпов эконо-

мического роста в Китае и ряде других стран с развивающимися рынками.

Одним из ключевых событий последнего периода стало **значительное снижение цен на нефть** (рис. 2). Снижение цен на нефть оказало неоднозначное влияние на глобальную экономику с точки зрения совокупного эффекта. Сохранение слабых темпов прироста глобальной экономики указывает на то, что положительный стимулирующий эффект от снижения цен на нефть, связанный с повышением совокупного спроса, является ограниченным. При этом снижение цен на нефть усилило дефляционные риски во многих развитых странах (США, Япония, страны еврозоны). Одновременно снизившееся инфляционное давление стало позитивным фактором для стран с развивающимися рынками, поскольку позволило многим центральным банкам снизить ключевые про-

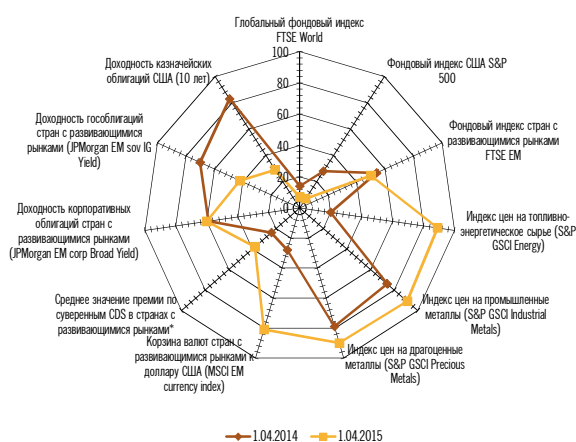
Таблица 1

Темпы прироста ВВП (%)

	Темпы прироста ВВП (%)						Разница со средним докризисным уровнем (п.п.)			
	1998-2007	2003-2007	2013	2014	Прогноз (апрель 2015)		В течение 10 лет		В течение 5 лет	
					2015	2016	2015	2016	2015	2016
Мир	4,2	5,1	3,4	3,4	3,5	3,8	-0,7	-0,4	-1,6	-1,3
Развитые страны	2,8	2,8	1,4	1,8	2,4	2,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
США	3,0	2,9	2,2	2,4	3,1	3,1	0,1	0,0	0,3	0,2
Соединенное Королевство	3,1	3,0	1,7	2,6	2,7	2,3	-0,4	-0,7	-0,3	-0,7
Еврозона	2,3	2,2	-0,5	0,9	1,5	1,7	-0,9	-0,7	-0,7	-0,5
Япония	1,0	1,8	1,6	-0,1	1,0	1,2	0,1	0,2	-0,8	-0,7
Страны с формирующимися рынками и развивающиеся страны	5,8	7,7	5,0	4,6	4,3	4,7	-1,6	-1,1	-3,4	-2,9
Китай	9,9	11,7	7,8	7,4	6,8	6,3	-3,2	-3,6	-4,9	-5,4
Индия	7,2	8,8	6,9	7,2	7,5	7,5	0,3	0,3	-1,4	-1,4
Бразилия	3,0	4,0	2,7	0,1	-1,0	1,0	-4,0	-2,0	-5,0	-3,0
ЮАР	3,7	4,7	2,2	1,5	2,0	2,1	-1,7	-1,6	-2,7	-2,6
Турция	4,2	6,9	4,1	2,9	3,1	3,6	-1,0	-0,6	-3,8	-3,3
Мексика	2,9	3,4	1,4	2,1	3,0	3,3	0,1	0,4	-0,4	-0,1
Страны - экспортеры нефти										
Россия	5,8	7,5	1,3	0,6	-3,8	-1,1	-9,7	-6,9	-11,3	-8,6
Иран	5,2	6,4	-1,9	3,0	0,6	1,3	-4,7	-3,9	-5,8	-5,1
Венесуэла	3,2	7,9	1,3	-4,0	-7,0	-4,0	-10,2	-7,2	-14,9	-11,9
Саудовская Аравия	4,3	7,1	2,7	3,6	3,0	2,7	-1,4	-1,6	-4,2	-4,4
ОАЭ	5,7	7,2	5,2	3,6	3,2	3,2	-2,6	-2,6	-4,1	-4,1

Источник: МВФ.

Рисунок 2

Изменение ключевых индикаторов глобального
финансового рынка (единиц)

* Выборка стран: Китай, Бразилия, Россия, ЮАР, Индонезия, Филиппины, Малайзия, Мексика, Перу, Чили, Турция, Венгрия, Польша.

Шкала от 0 до 100 единиц отражает минимальные и максимальные значения индикаторов на горизонте с 1.01.2012 по 1.04.2015.

От центра к периферии – снижение фондовых индексов, снижение цен на сырьевые товары, ослабление валют стран с формирующимися рынками, рост доходностей государственных и корпоративных облигаций, повышение премии по суверенным CDS.

Источник: Bloomberg.

центные ставки в целях поддержки экономического роста. С негативными последствиями столкнулись многие страны – экспортеры нефти: в частности, повысились риски фискальной устойчивости из-за сокращения экспортных доходов бюджета и риски неустойчивости компаний нефинансового сектора с высокой долговой нагрузкой. МВФ снизил прогноз прироста ВВП на ближайшие годы по многим из этих стран.

В сложившихся условиях **ФРС США** по итогам заседания 17–18 марта 2015 года снизила прогноз по темпам прироста ВВП США и инфляции на 2015 год и **смягчила риторику относительно планов повышения базовой ставки**. Согласно майскому опросу The Wall Street Journal, большинство экономистов ожидают принятия решения о повышении ставки ФРС в сентябре 2015 года. На этом фоне стоимость доллара США с 19 марта по 19 мая 2015 года снизилась: индекс доллара США к ключевым валютам (DXY Index) упал на 4%, к валютам стран с формирующимися рынками (MSCI EM Currency Index) – на 3,3%. Индекс потребительских цен в США в годовом выражении снизился с 1,7% в сентябре 2014 года до –0,2% в апреле 2015 года. Перспективы роста американской экономики, тем не менее, остаются достаточно благоприятными благодаря восстановле-

нию рынка рабочей силы. Уровень безработицы в стране снизился до 5,4% в апреле 2015 года.

Экономический рост в еврозоне остается слабым из-за сохранения множества макроэкономических проблем – в регионе по-прежнему существуют риски дефляции, слабая деловая активность, проблемы неустойчивости бюджетно-долговой сферы, высокая безработица; периферийные страны еврозоны подвержены долговым рискам.

В июне 2015 года обострилась политическая неопределенность в связи с необходимостью выплаты Грецией очередных платежей по кредиту МВФ. Власти страны были вынуждены объявить об отсрочке четырех июньских платежей и осуществлении единовременной выплаты долга 30 июня (на сумму 1,6 млрд евро). Ситуация усугубляется тем, что Греции не удалось согласовать с «тройкой» международных кредиторов план социально-экономических реформ для получения очередного транша кредитов (в объеме 7,2 млрд евро). Власти страны не готовы в очередной раз соглашаться на повышение налогов и снижение государственных расходов. В частности, в своем заявлении премьер-министр Греции А. Ципрас назвал неприемлемыми требования «тройки» повысить НДС на электричество и сократить выплаты малообеспеченным пенсионерам. На этом фоне доходности десятилетних государственных облигаций страны существенно выросли (с 1 октября 2014 года по 1 июня 2015 года на 4,9 процентного пункта, до 11,4%).

Вместе с тем наблюдаются определенные **улучшения в динамике ряда показателей**, чему во многом способствовал **запуск нескольких программ количественного стимулирования ЕЦБ**. После того как в декабре 2014 года в еврозоне было зафиксировано снижение индекса потребительских цен на 0,2% в годовом выражении (впервые с октября 2009 года), в январе 2015 года индекс снизился на 0,6%, в апреле 2015 года показатель вернулся к нулевой отметке, а в мае 2015 года ИПЦ вырос на 0,3% в годовом выражении. Годовые темпы прироста кредитования частного сектора банками еврозоны впервые с марта 2012 года вышли в положительную область и составили 0,1% в марте 2015 года. Годовые темпы прироста кредитования нефинансовых органи-

заций хотя и остались отрицательными, но значительно улучшились (с –3% в феврале 2014 года до –0,4% в апреле 2015 года).

ЕЦБ с октября 2014 года начал покупки широкого спектра обеспеченных активами ценных бумаг: по состоянию на 1 мая 2015 года в рамках программы покупки обеспеченных активами ценных бумаг (Asset Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) было выкуплено бумаг на сумму 5,785 млрд евро; в рамках третьей программы покупки обеспеченных облигаций, в том числе ипотечных облигаций (Covered Bond Purchase Programme 3, CBPP 3), – на сумму 75,07 млрд евро. В марте 2015 года стартовала программа покупки государственных облигаций (Public Sector Purchase Programm, PSPP): по состоянию на 1 мая 2015 года в рамках данной программы ЕЦБ осуществил выкуп государственных облигаций на сумму 95,056 млрд евро. Несмотря на значительный масштаб программы количественного смягчения, ее положительные экономические эффекты в долгосрочной перспективе могут оказаться неоднозначными: программа принесет пользу только странам, где проводятся необходимые реформы, в противном случае количественное смягчение окажет лишь временную поддержку росту и может быть чревато формированием «пузырей» на финансовых рынках.

В Китае наблюдается замедление темпов прироста ВВП по мере перехода от экстенсивной модели роста, ориентированной на экспорт, к увеличению роли внутреннего спроса и более пропорциональному развитию секторов экономики. В 2014 году темпы прироста ВВП Китая снизились до 7,4%. По мере дальнейшей реализации структурных реформ, постепенного прекращения налогово-бюджетного стимулирования и ужесточения финансового регулирования с целью сокращения чрезмерного роста небанковского кредитования **ожидается снижение темпов экономического роста Китая** до 6,3% в 2016 году (прогноз МВФ). При этом в Китае возникают новые вызовы в финансовом секторе, связанные с ростом параллельного банковского сектора (см. ниже в данном разделе).

В целом **в странах с формирующимися рынками** риски замедления экономического роста связаны с **сохранением слабого внутреннего спроса**. Кроме того, фундамен-

тальные макроэкономические показатели – сальдо государственного бюджета и счета текущих операций – во многих из них находятся в области отрицательных значений (Бразилия, Индия, Турция).

Таким образом, **глобальные риски, связанные с повышением базовой ставки ФРС, отодвигаются на несколько более отдаленную перспективу**, а на глобальных рынках ожидается более продолжительное сохранение низкого уровня процентных ставок. С одной стороны, сохранение низкого уровня глобальных процентных ставок является позитивным фактором, поскольку низкие ставки формируют благоприятные условия для стимулирования экономик. Но с другой стороны, оно чревато чрезмерным накоплением потенциальных рисков, которые могут реализоваться по мере ужесточения денежно-кредитной политики и адаптации финансовых систем к новым условиям нормализации процентных ставок. В частности, на фоне низких ставок участники рынка продолжают проводить трансформацию финансовых ресурсов по срокам, наращивать левелердж в государственном и/или частном секторах, увеличивать вложения в активы с существенным риском и рефинансировать кредиты плохим заемщикам.

Несмотря на то, что период повышения ставки ФРС откладывается, **страны с развивающимися рынками остаются подверженными рискам повышения глобальных процентных ставок. Можно выделить три ключевых канала распространения рисков в этих странах.**

Во-первых, в результате повышения доходностей облигаций в США возможен значительный отток капитала из стран с формирующимися рынками. С учетом того, что после кризиса 2008 года произошло достаточно существенное сжатие ликвидности на вторичных рынках облигаций, даже незначительные распродажи облигаций могут вызвать значительные ценовые корректировки и убытки банковского сектора.

Во-вторых, вызванное ужесточением денежно-кредитной политики в США ослабление национальных валют может усугубить проблему высокой долговой нагрузки в корпоративном секторе многих стран с формирующимися рынками. Совокупный объем заимствований в долларах США со стороны небанковских за-

емщиков стран с развивающимися рынками существенно возрос после кризиса и составляет, по оценкам БМР, около 3,2 трлн долл. США. По данным Всемирного банка, ОЭСР и МВФ, совокупный внешний долг корпоративного сектора в 2014 году составил 71,2% ВВП в Венгрии, 40,2% ВВП в Чили, 21,1% ВВП в Малайзии, 17,2% ВВП в Турции, 17,0% ВВП в ЮАР, 13,8% ВВП в Бразилии, 11,7% ВВП в Индии. До последнего времени выпуск номинированного в долларах США долга был очень привлекательным источником привлечения средств относительно местных рынков капитала из-за более низкого уровня ставок и большей емкости рынка. Убытки при реализации валютных рисков могут быть значительными также с учетом того, что хеджирование валютных рисков не всегда является эффективным. При этом масштаб последствий заранее сложно оценить, поскольку зачастую у регулирующих органов отсутствует информация о позициях корпоративного сектора, в том числе о валютных позициях и сделках с производными финансовыми инструментами.

Подверженность российских нефинансовых организаций валютному риску также потенциально является достаточно высокой, учитывая, что совокупный внешний долг составляет 29,4% ВВП (на 1 января 2015 года). На внутренние кредиты в иностранной валюте нефинансовым организациям приходится около трети совокупного размера банковских кредитов нефинансовым организациям, или 13,8% ВВП (на 1 января 2015 года). Однако в отличие от других стран с формирующимися рынками в России нефинансовые компании в течение последнего года активно осуществляли делевередж, не имея достаточного доступа к внешним рынкам, что снизило их подверженность этому риску.

После массированного оттока капитала в 2014 году угроза ухудшения ситуации в связи с ожидаемым ужесточением денежно-кредитной политики в США не столь существенна. Тем не менее нельзя исключать возникновения высокой турбулентности на глобальных рынках. В этих условиях для поддержания финансовой стабильности Банку России, как и центральным банкам других стран, может потребоваться предоставление кредитным организациям ликвидности в иностранной валюте или осуществление интервенций на валютном рынке.

В-третьих, возрастают размеры параллельного банковского сектора, изменяя каналы, через которые могут распространяться шоки в будущем. По данным Совета по финансовой стабильности (СФС), активы параллельного банковского сектора в странах с формирующимися рынками растут особенно быстро. Относительно ВВП активы других финансовых посредников, кроме страховых компаний и негосударственных пенсионных фондов, по итогам 2013 года оцениваются на уровне 55% в ЮАР, 50% в Бразилии, 32% в Китае и 23% в Мексике¹. В России активы других финансовых посредников меньше (около 5% ВВП в 2014 году). Размер активов страховых компаний и негосударственных пенсионных фондов в России также намного ниже, чем в других странах (на 1 января 2015 года – 5% ВВП).

В Китае трастовые компании значительно увеличили масштабы предоставления продуктов по управлению активами (с 7% в 2010 году до 20% ВВП в 2014 году), причем многие активы, лежащие в основе этих продуктов, связаны с высокорисковыми инфраструктурными проектами. В стране наблюдается снижение цен на недвижимость, что может негативно отразиться на возможностях трастовых компаний генерировать доход и привести к банкротствам. Годовой прирост цен на новую жилую недвижимость в 70 крупнейших городах Китая с сентября 2014 года является отрицательным (–6,3% в апреле 2015 года против 6,4% годом ранее).

В целом достаточно хорошее состояние внешнеторгового баланса и бюджета, низкий уровень государственного долга, отсутствие чрезмерной зависимости нефинансовых организаций от фондирования в иностранной валюте и значительный запас международных резервов позволяют России сохранять сравнительно высокую степень устойчивости к возможным дисбалансам на глобальных финансовых рынках.

¹ В соответствии с методологией СФС субъектами параллельной банковской системы являются другие финансовые посредники (*Other Financial Intermediaries, OFI*), тогда как страховые компании и негосударственные пенсионные фонды в число субъектов параллельной банковской системы не включаются.

2.2. Риски снижения цен на сырьевые товары

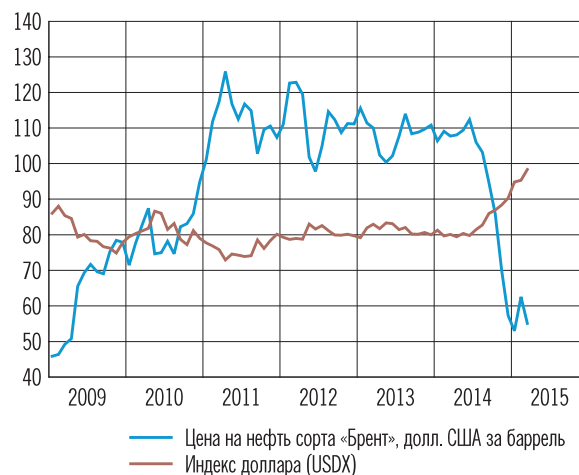
Рисунок 3

Нефть

Средняя цена на нефть марки Brent, рассчитанная за период с IV квартала 2014 года по I квартал 2015 года, снизилась на 38% по сравнению со средней ценой, рассчитанной за два предыдущих квартала, и составила 66,3 долл. США (во II–III кварталах 2014 года – 106 долл. США). Основным фактором снижения является изменение в фундаментальных показателях отрасли, а именно значительный рост предложения на рынке со стороны крупнейших производителей. Рост производства нефти в США, неготовность стран – участников ОПЕК сокращать добычу наряду со снижением темпов роста экономики в Китае и еврозоне привели к дисбалансу спроса и предложения на рынке нефти. Другим фактором, оказавшим значительное давление на цены, является существенное укрепление доллара США к основным мировым валютам до 12-летнего максимума² (рис. 3).

На фоне низких цен на нефть не исключается рост дефолтов иностранных нефтедобывающих компаний. Исторически рост корпоративных дефолтов в энергетическом секторе в результате падения цен на нефть происходил с временной задержкой в 12 месяцев после резкого падения цен на нефть. С периода осеннего падения цен на нефть еще не прошло достаточно времени для полноценного воздействия шока на балансы компаний³. Сворачивание производства и неплатежеспособность отдельных закредитованных компаний являются дополнительным фактором, способным повысить прогнозы по ценам на нефть. Консенсус-прогноз аналитиков Bloomberg по цене на нефть марки Brent в I квартале 2016 года составил 70 долл. США за баррель. Текущие котировки производных инструментов на нефть (фью-

Индекс доллара (USDХ)
и цена на нефть



Источник: Bloomberg.

черсы и опционы) предполагают высокую неопределенность относительно будущих ценовых уровней, однако в марте-апреле 2015 года временная волатильность контрактов в годовом выражении снизилась до 34% с уровней более 45% за период с декабря 2014 года по февраль 2015 года⁴.

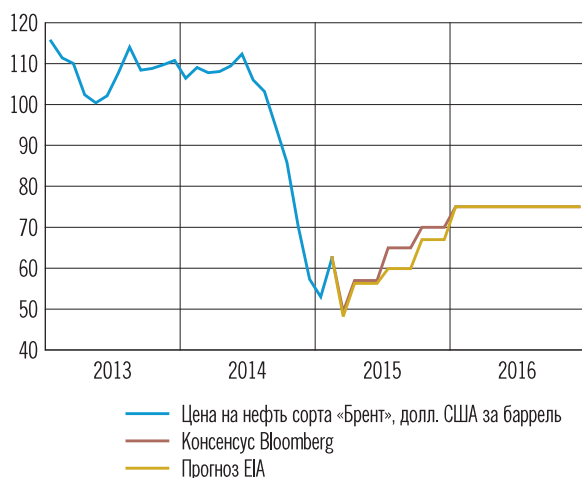
Основными факторами роста цен на нефть в средне- и долгосрочный период могут стать сокращение объемов производства на месторождениях с высокими производственными затратами (например, сланцевые месторождения в США и нефтяные пески в Канаде), а также снижение плановых инвестиционных программ крупными компаниями на фоне низких ценовых уровней. В отношении первого фактора уже появляются подтверждения, а именно сокращение буровых установок в США (по состоянию на 15 мая 2015 года количество нефтяных буровых установок сократилось на 59% с пиковых значений октября 2014 года и в данный момент находится на уровне 2011 года). Тем не менее пропорционального снижения в приросте производства нефтедобычи не ожидается, так как рентабельность технологий гидроразрыва и горизонтального бурения напрямую зависит от накопленного опыта и практик на определенном месторождении, что может повысить экономическую эффективность добычи и тем самым снизить уровень безубыточности производства.

² Оценка на основе динамики индекса доллара (USDХ), показывающего отношение доллара США к корзине из шести основных валют: евро, иены, фунта стерлингов, канадского доллара, шведской кроны, швейцарского франка.

³ IMF. Global Financial Stability Report. Апрель 2015 года.

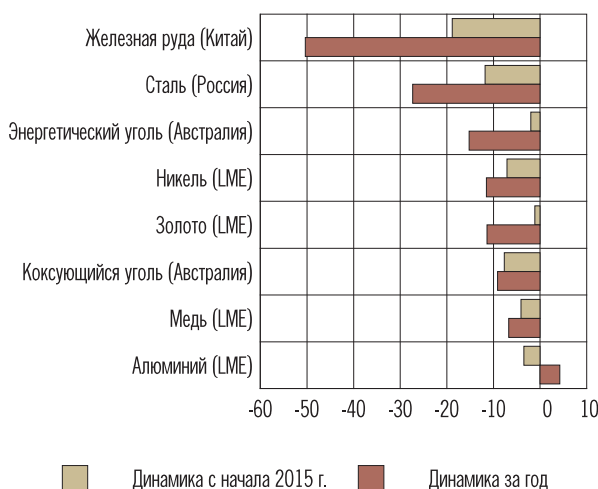
⁴ U.S. Energy Information Administration – Short Term Energy Outlook. Май 2015.

Рисунок 4

Цена на нефть
и прогнозы Bloomberg и EIA

Источники: Bloomberg, US EIA.

Рисунок 5

Динамика цен на основные сырьевые товары
по состоянию на апрель 2015 г. (%)

В то же время возможен рост предложения нефти ввиду наращивания экспорта из Ирана в результате достижения соглашений по ядерной программе, полной отмены санкций и последующего снятия эмбарго на экспорт нефти. По оценкам EIA⁵ (рис. 4), понижательный эффект на среднегодовой прогноз цен от наращивания экспорта нефти Ираном на цены в 2016 году может составить от 5 до 15 долл. США за баррель (объем предложения на нефтяном рынке может вырасти до 1,0–1,5 млн барр. в день).

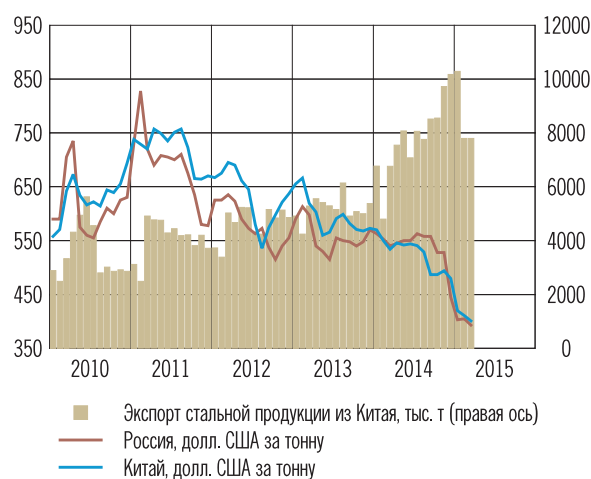
Среди иных фундаментальных рисков снижения цен можно выделить риск снятия ограничений на экспорт нефти из США, дальнейшее укрепление доллара США в связи с ожиданиями повышения ставок ФРС США.

Другие сырьевые товары

В IV квартале 2014 – I квартале 2015 года цены на большинство сырьевых товаров снижались (рис. 5) ввиду замедления темпов экономического роста в странах, выступающих крупнейшими потребителями металлов (прежде всего в Китае), укрепления доллара США, наращивания экспорта стали из Китая и структурного перепроизводства на рынке железной руды. Цены на экспортируемую стальную продукцию в Ев-

ропу также могут оказаться под дополнительным давлением в результате антидемпинговых разбирательств и введения пошлин со стороны ЕС по отношению к ряду стран (в том числе Китай, Корея, Россия, США, Япония и другие, см. рис. 6). В целом продукция черной металлургии и горной добычи оказалась под большим давлением по сравнению с цветной металлургией ввиду более сильного дисбаланса спроса и предложения. Так, цены на уголь и продукцию черной металлургии снизились в среднем на 10% с начала 2015 года и на 26% за последние 12 месяцев, тогда как за сопоставимые периоды цены на цветные металлы показали снижение на 4 и 6% соответственно (рис. 5).

Рисунок 6

Экспорт стали и цена
на стальную продукцию

Источники: Bloomberg, US EIA.

⁵ Energy Information Administration – Агентство по сбору информации об энергетических ресурсах; входит в состав федеральной статистической системы США.

В 2015 году одним из ключевых факторов, способных повлиять на рост цен на сырьевые товары, может выступить принятие стимулирующих мер ключевыми развивающимися странами – потребителями металлов. К примеру, реализация правительством Китая мер на рынке недвижимости, а именно приобретение недвижимости у девелоперов и ее перевод в разряд социального жилья, за счет чего у девелоперов появятся средства, которые могут быть направ-

лены на инвестиции в строительство. Кроме того, фактором, сдерживающим цены от сильного падения, на отдельных рынках является наличие большого количества мощностей (в частности, это характерно для рынка алюминия), работающих на грани рентабельности или в убыток. Так, при существенном снижении цен производителям рациональнее отказаться от убытков и остановить мощности, что в свою очередь вызовет снижение предложения⁶.

⁶ Порядка трети всех мировых алюминиевых мощностей (исключая Китай) являются убыточными при текущих ценовых уровнях. (Источник: Rusal – Global aluminum industry overview).

3. РИСКИ ПОВЫШЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ НА ФОНДОВОМ И ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

3.1. Повышенная волатильность в декабре 2014 года и ответные меры Банка России

В первой половине декабря 2014 года резко возросла волатильность курса рубля и котировок ценных бумаг на российском финансовом рынке, что было вызвано существенным ухудшением внешней конъюнктуры и ожиданий инвесторов. В целях поддержания финансовой стабильности Банк России и Правительство реализовали дополнительные меры, в результате чего в I квартале 2015 года ситуация существенно улучшилась. На фоне смягчения денежно-кредитной политики Банка России и сужения кредитных спредов наблюдаются уменьшение стоимости рублевых заимствований на денежном рынке и снижение доходностей долговых ценных бумаг. Реализуемая программа докапитализации банковского сектора способствует повышению устойчивости банковской системы и финансовых рынков к возможным шокам. При этом вероятность шоков снизилась. Во-первых, цены на нефть стабилизировались на уровне около 60 долл. США за баррель, и потенциал их возможного падения ниже, чем полгода назад. Во-вторых, пройден пик погашения внешнего долга банков и нефинансовых организаций, который пришелся на IV квартал 2014 – I квартал 2015 года.

Причины турбулентности на валютном рынке

С начала октября по 18 декабря 2014 года официальный курс рубля к доллару США снизился на 41,9%. В этот же период цены на нефть марки Urals снизились на 38%. Кроме того, на IV квартал 2014 года был запланирован существенный объем погашения внешнего долга – 63 млрд долл. США, из которых 32,6 млрд долл. предстояло выплатить в декабре (по данным статистики платежного баланса на 1 октября 2014 года). Фактический объем погашения

внешнего долга компаний и банков в IV квартале 2014 года составил существенно меньше запланированного в графике (25,6 млрд долл. США) в основном за счет того, что большая часть кредитов к погашению приходилась на внутригрупповые кредиты, которые были пролонгированы. Однако резкое падение цен на нефть и более консервативные ожидания относительно выплат по внешнему долгу создали фундаментальные предпосылки к ослаблению курса рубля.

Нефинансовые компании и население уже в октябре стали наращивать свои активы в иностранной валюте, а экспортеры – откладывать конвертацию валютной выручки в рубли, в результате чего курс рубля опустился ниже фундаментально обоснованного уровня (определяемого макроэкономическими факторами). Помимо спекулятивного спроса на валюту этому способствовали сделки с валютными деривативами, которые в предыдущие годы заключали многие крупные нефинансовые компании, как правило, в целях сокращения стоимости заимствований. В частности, ряд всплесков волатильности на рынке был связан с барьерными опционами (при достижении курсом определенного уровня рублевый долг пересчитывается в валютный по заранее оговоренному курсу), которые были заложены в кредитные соглашения с крупнейшими российскими и иностранными банками. Банки-контрагенты с целью снижения своих издержек заключали хеджирующие сделки с другими, как правило, иностранными банками. В результате при приближении к барьерному курсу резко возрастала потребность банков в иностранной валюте для обеспечения хеджирующих сделок, хотя срок исполнения обязательств нефинансовой компанией наступал через несколько месяцев.

В настоящее время Банк России получает данные о таких сделках только от российских банков и в добровольном порядке от нефинансовых организаций и поэтому не располагает

ет полной информацией, что затрудняет оценку рисков. Предполагается, что с 1 октября 2015 года информация обо всех внебиржевых производных финансовых инструментах будет направляться в торговые репозитории и станет доступна регулятору в соответствии с Указанием Банка России от 30 апреля 2014 года №3253-У «О порядке ведения реестра договоров, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора), сроках предоставления информации, необходимой для ведения указанного реестра, и информации из указанного реестра, а также предоставления реестра договоров, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора), в Центральный банк Российской Федерации (Банк России)».

Предпринятые меры по стабилизации ситуации

Резкое ослабление рубля усилило риски инфляции и долларизации финансовой системы. Ожидания девальвации вызвали отток части вкладов физических лиц (максимальное накопленное снижение с 1 ноября по 25 декабря 2014 года составило 5,1% с корректировкой на переоценку валютных вкладов), их перевод в наличную иностранную валюту (в декабре 2014 года объем наличной иностранной валюты у населения вырос на 8,1 млрд долл. США, при этом в течение предыдущих 11 месяцев он увеличивался в среднем на 2,9 млрд долл. США). Решение Банка России повысить с 16 декабря ключевую ставку до 17% помогло снизить инфляционные и девальвационные ожидания, уменьшить доходность спекулятивных стратегий против рубля и в результате повысить привлекательность рублевых сбережений. В I квартале 2015 года отток депозитов населения сменился притоком, при этом основной спрос пришелся на рублевые вклады: если на 1 января 2015 года в годовом выражении они снижались на 2,7%, то на 1 мая 2015 года темп прироста составил 4,9%. Также позитивной динамике депозитов способствовало принятие в декабре 2014 года федерального закона, предполагающего увеличение максимальной величины размещения по вкладам с 0,7 до 1,4 млн рублей.

Несмотря на высокую волатильность на валютном и фондовом рынке, финансовая система в декабре 2014 года сохранила устойчивость, отчасти благодаря мерам Банка России, реализованным в течение предшествующих месяцев. С июля 2014 года Банк России прекратил использование рейтингов кредитных рейтинговых агентств при формировании перечня организаций, права требования по кредитным договорам к которым могут приниматься в обеспечение по кредитам Банка России в соответствии с Положением Банка России от 12 ноября 2007 года №312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами». В октябре 2014 года Банк России временно приостановил учет фактора ликвидности при включении ценных бумаг в Ломбардный список, что позволило расширить перечень обеспечения для операций рефинансирования.

В конце октября 2014 года Банк России начал проводить операции репо в иностранной валюте на срок 1 неделя и 28 дней, с 5 ноября стали проводиться операции репо на год, а с 4 декабря минимальные процентные ставки на аукционах на все сроки были снижены до уровня ставок LIBOR на сопоставимые сроки, увеличенных на 0,5 процентного пункта. Предоставление Банком России средств в иностранной валюте способствовало снижению напряженности на рынке межбанковского кредитования в иностранной валюте (рис. 7).

Рисунок 7



Одновременно с повышением ключевой ставки с 16 декабря 2014 года Банк России предпринял комплекс мер по временному смягчению банковского регулирования, который позволил повысить уровень достаточности собственных средств (капитала) банковского сектора примерно на 1,5 процентного пункта. По мере стабилизации ситуации на финансовом рынке вклад этих льгот уменьшился к 1 апреля 2015 года до 0,5–1,0 процентного пункта.

Банк России также предпринял меры по развитию инструментов рефинансирования в иностранной валюте и рублях. В конце декабря 2014 года было принято решение о создании нового инструмента по предоставлению кредитным организациям кредитов Банка России в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте, на срок 28 и 365 календарных дней. Данный инструмент действует до конца 2017 года и способствует удешевлению стоимости заимствований для крупнейших экспортеров, позволяет им в спокойном режиме осуществлять погашение внешней задолженности без нежелательного воздействия на валютный рынок. В середине декабря в рамках контрциклической политики Банк России повысил поправочные коэффициенты – как по облигациям, так и по нерыночным активам, принимаемым в обеспечение. Также Банк России установил критерии включения в Ломбардный список Банка России и исключения из Ломбардного списка Банка России ценных бумаг, выпускаемых в рамках программ облигаций.

Кроме того, Банк России перешел к ежедневному мониторингу ситуации на валютном рынке, организовав регулярный сбор информации о сделках по продаже и покупке иностранной валюты и напрямую с крупных компаний нефинансового сектора и уполномоченных банков. В отношении компаний с государственным участием (ОАО «Газпром», ОАО «НК «Роснефть», АК «АЛРОСА» (ОАО), ОАО «Зарубежнефть», ОАО «Производственное объединение «Кристалл») Правительство РФ направило директивы представителям интересов Российской Федерации для участия в заседании советов директоров (наблюдательных советов) с целью приведения к 1 марта 2015 года величины чи-

Рисунок 8

Динамика продаж валютной выручки экспортеров и объем торгов на валютном рынке

стых валютных активов к уровню не выше, чем на 1 октября 2014 года. Данная мера привела к росту предложения иностранной валюты в декабре 2014 года (рис. 8) и будет способствовать стабильному притоку иностранной валюты и в будущем.

Вероятность повторения эпизодов повышенной волатильности в будущем

В феврале-марте 2015 года произошло существенное улучшение конъюнктуры валютного и фондового рынка. Это связано с фундаментальными факторами: смягчением геополитических рисков, стабилизацией цен на нефть, устойчивостью платежного баланса России. Позитивное влияние на ситуацию оказали меры Банка России по рефинансированию в иностранной валюте: помимо укрепления рубля, существенно улучшилась ситуация с валютной ликвидностью. Учитывая конъюнктуру валютного рынка, Банк России с марта 2015 года увеличивал процентные ставки по операциям предоставления валютной ликвидности, отказался от проведения нескольких аукционов репо в иностранной валюте на срок 364 дня, а с 1 июня 2015 года приостановил их проведение.

В текущих условиях повторение ситуации, сложившейся в декабре 2014 года, представляется нереалистичным. В то же время даже в случае крайне негативного сценария (резкого

падения цен на нефть, оттока капитала с формирующихся рынков в результате роста процентных ставок на развитых рынках) у Банка России имеется широкий арсенал инструментов, чтобы обеспечить устойчивость финансового сектора.

Банк России продолжает работу по расширению перечня принимаемого обеспечения (например, заметным потенциалом обладают ипотечные кредиты, которые могут быть рефинансированы путем выпуска ипотечных облигаций).

Для решения потенциальной проблемы недоверия на рынке межбанковского кредитования целесообразно внести изменения в федеральное законодательство, предоставляющие Банку России право заключать с кредитными организациями соглашения по компенсации им части убытков, возникающих по сделкам с другими банками в случае отзыва у них лицензии (законопроект принят Государственной думой в первом чтении). У Банка России есть право предоставлять заемные средства Агентству по страхованию вкладов в целях предотвращения недостатка средств в фонде страхования вкладов, что будет способствовать устойчивости депозитной базы банков. В антикризисном плане Банка России имеются также меры регулятивного характера и меры по поддержке финансовых рынков, которые в случае неблагоприятного сценария позволят обеспечить стабильность банковской системы и некредитных финансовых организаций.

Эпизод повышенной волатильности в декабре 2014 года и успешность последующих мер Банка России по стабилизации ситуации подтверждают важность наличия у центрального банка достаточного объема резервов для поддержания валютной ликвидности банковской

системы в случае стресса. В этих целях Банк России принял решение о проведении с 13 мая 2015 года операций по покупке иностранной валюты на внутреннем рынке с целью пополнения международных резервов.

Ключевую роль в обеспечении финансовой стабильности играют не только антикризисные меры поддержки со стороны государства, но и способность самих участников рынка – банков, некредитных финансовых организаций и нефинансовых компаний – извлекать уроки из негативного опыта, совершенствовать практику управления рисками, в том числе хеджирования, формировать буферы капитала и ликвидности. Нефинансовым организациям можно рекомендовать тщательнее оценивать валютные риски при осуществлении заимствований – валютная составляющая долга должна соответствовать определенной величине валютной выручки, в том числе с учетом ее возможного сокращения в период ослабления рубля. Предприятиям следует с осторожностью использовать валютные производные финансовые инструменты, заранее оценивать потенциальные убытки в случае стресса и соизмерять их с ожидаемой выгодой. Банкам также целесообразно в полной мере учитывать взаимосвязь валютного риска заемщиков и кредитного риска. В последние годы российские банки выдавали валютные кредиты организациям, не имеющим валютной выручки, хотя массовый характер такая практика не носила. В 2015 году в банковском секторе ожидается минимальный размер прибыли, однако по мере восстановления экономики и повышения рентабельности банкам целесообразно направлять большую часть прибыли на увеличение собственных средств (капитала) в целях повышения своей финансовой устойчивости.

Влияние снижения кредитного рейтинга РФ на финансовую стабильность

С 2010 года вплоть до 2014 года суверенные рейтинги Российской Федерации, присвоенные международными рейтинговыми агентствами, оставались неизменными. В апреле 2014 года, на фоне усиливающейся внешнеполитической напряженности и ожидаемого замедления темпов роста российской экономики, агентство S&P снизило суверенный рейтинг России до уровня «BBB-», а в октябре того же года рейтинг был снижен агентством Moody's. В I квартале 2015 года произошло новое снижение суверенного рейтинга со стороны

всех трех крупнейших международных агентств, при этом двумя агентствами (Moody's и S&P) был присвоен спекулятивный рейтинг.

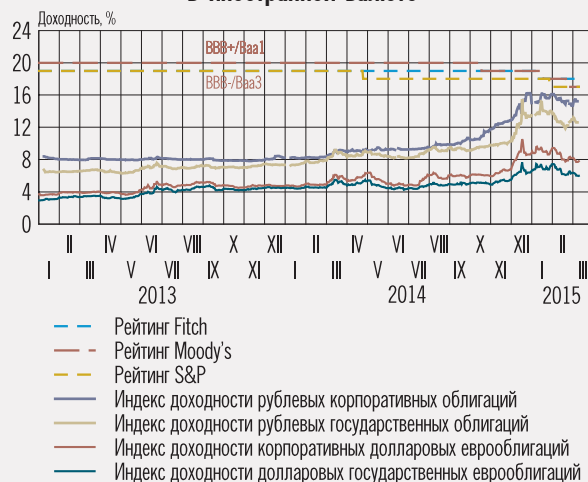
Как правило, к наиболее существенным угрозам, связанным со снижением суверенного рейтинга, относят выход иностранных инвесторов из российских активов, сопровождающийся ростом стоимости заимствований для российских резидентов, а также срабатывание ковенант по синдицированным кредитам и другим финансовым инструментам, привязанным к международным рейтингам.

Вместе с тем снижение кредитного рейтинга РФ не оказало существенного воздействия на финансовую устойчивость. Реакция доходностей корпоративных и государственных облигаций была умеренной (рис. 9). Более того, снижение суверенного рейтинга в 2015 году проходило на фоне тенденции уменьшения доходностей облигаций в условиях смягчения Банком России денежно-кредитной политики, а также снижения премий CDS на государственный долг Российской Федерации.

Угроза, связанная со срабатыванием ковенант, как показали проведенные Банком России опросы крупнейших российских кредитных организаций и нефинансовых компаний, носит ограниченный характер: в подавляющем большинстве случаев условия кредитов не содержат ковенант, связанных с кредитным рейтингом РФ и/или рейтингом самого эмитента. В тех случаях, когда договоры содержат подобные условия, организации имеют достаточные ресурсы, чтобы обеспечить выполнение ковенантных требований.

Снижение суверенного рейтинга также не оказало существенного влияния на объем вложений нерезидентов в российские государственные ценные бумаги. С момента, когда был зафиксирован максимальный объем вложений (июль 2014 года) позиции нерезидентов в ОФЗ снизились менее чем на 10%. Данное снижение могло быть обусловлено намерениями ряда глобальных банков исключить российские государственные ценные бумаги из состава глобальных облигационных индексов. В то же время уже с середины марта 2015 года прирост вложений нерезидентов в ОФЗ составил 50 млрд руб. (см. вставку «Позиции нерезидентов на рынке ОФЗ»).

Рисунок 9
Динамика доходностей облигаций российских эмитентов
и долгосрочный международный суверенный рейтинг РФ
в иностранной валюте



3.2. Перспективы погашения внешнего долга компаниями и банками

Внешний долг банков и прочих секторов, по оценке Банка России, на 1 апреля 2015 года составил 509 млрд долл., что на 106,6 млрд долл. (17%) меньше, чем на 1 октября 2014 года. Основным фактором снижения внешнего долга в IV квартале 2014 года стало не погашение задолженности, а ее переоценка (снижение долларовой стоимости долга, номинированного в рублях и евро в результате укрепления доллара США). Сокращение долга в результате операций составило лишь 25,6 млрд долл. США (из них 15,4 млрд долл. США – по нефинансовому сектору; 10,3 млрд долл. США – по банкам). В I квартале 2015 года, напротив, имел место пик погашения внешней задолженности: долг компаний и банков сократился на 36 млрд долл. США, при этом вклад стоимостной переоценки был минимальным (снижение официального курса рубля к доллару США составило всего 2,5%).

В IV квартале 2014 года основной вклад в уменьшение объема внешнего долга (за счет операций) нефинансовых компаний внесли погашения по ссудам и займам¹ (сальдо по операциям составило 9,4 млрд долл. США), а также погашение долговых обязательств в рамках прямых инвестиций² (6,1 млрд долл. США). У банков основным фактором сокращения внешнего долга являлось уменьшение задолженности по кредитам и депозитам в размере 9,2 млрд долл. США³.

В период с ноября 2014 года по май 2015 года совершались отдельные сделки по привлечению компаниями новых публичных внешних кредитов и займов. По данным Cbonds, общий объем привлеченных за период кредитов – 5,3 млрд долл. США. Еврооблигации в указанный период размещались гораздо реже, зафик-

сировано лишь два выпуска: на 700 и 100 млн долл. США соответственно. Ряд компаний, напротив, организовали выкуп своих еврооблигаций по сниженным рыночным ценам, делая более комфортными графики предстоящих погашений. Объемы средств, привлеченных банками на зарубежных рынках капитала, гораздо меньше: 0,42 млрд долл. США в виде еврооблигаций и 0,29 млрд долл. США в форме синдицированных кредитов.

Дальнейший график платежей банков и нефинансовых компаний является относительно комфортным. При этом данные величины являются максимальными оценками предстоящих выплат, поскольку включают платежи по задолженности, находящейся на ролловере, в том числе по задолженности резидентов перед нерезидентами, являющимися участниками одной группы (внутригрупповое финансирование), а также задолженности, которая могла быть погашена досрочно. Например, на IV квартал 2014 года был запланирован существенный объем погашения внешнего долга банками и нефинансовыми организациями – 63 млрд долл. США, однако, как было отмечено выше, сокращение долга за счет операций было почти в 2,5 раза меньше.

По 45 крупнейшим компаниям⁴, на которые приходится около трети совокупной внешней задолженности корпоративного сектора к погашению до конца 2015 года, 34% выплат в этот период составляют внутригрупповые кредиты и займы, которые с существенной вероятностью могут быть пролонгированы. Крупные единовременные погашения в 2015 году ожидаются у компаний нефтегазового сектора и представляют собой выплаты по еврооблигациям. Наиболее существенные выплаты по публичным долгам в банковском секторе в основном приходятся на III–IV кварталы.

Всего, по нашим оценкам, до конца 2015 года (с мая по декабрь), если исключить внутригрупповое финансирование крупных ком-

¹ Включая торговые кредиты.

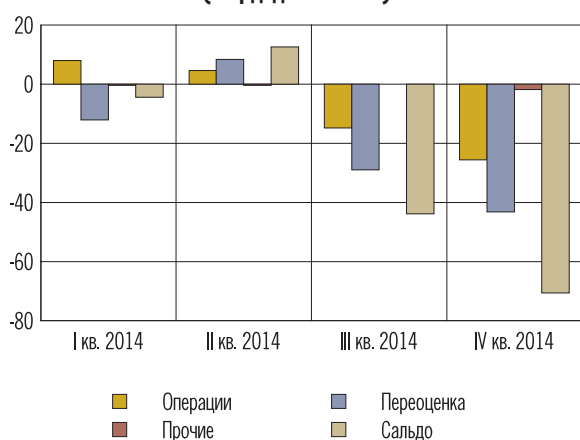
² Кредиты и прочие средства, полученные от иностранных прямых инвесторов и предприятий прямого инвестирования, а также задолженность по выплате им дивидендов.

³ Разделы «Ссуды и займы» и «Текущие счета и депозиты» Международной инвестиционной позиции банковского сектора.

⁴ Расчет с использованием данных о предстоящем погашении внешней кредитной задолженности российских компаний на основе информации из ведомостей банковского контроля по паспортам сделок (данные были агрегированы по 45 группам компаний с наибольшим объемом внешней задолженности; в выборку не вошли дочерние организации компаний-нерезидентов).

Рисунок 10

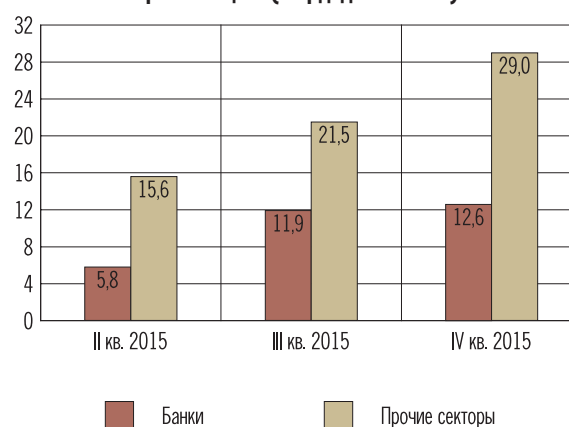
Основные факторы изменения внешнего долга
банков и нефинансовых организаций в 2014 г.
(млрд долл. США)



Источник: МИП.

Рисунок 11

График предстоящих выплат по внешнему долгу
(включая процентные платежи) банков и нефинансовых
организаций (млрд долл. США)



паний, нефинансовым организациям и банкам в совокупности предстояло погасить порядка 65 млрд долл. США (с учетом процентных платежей), из них около 37 млрд долл. США составляют выплаты по долгам нефинансового сектора.

Проведенная Банком России оценка достаточности ресурсов крупнейших нефинансовых компаний для погашения внешних долгов до конца 2015 года показала, что имеющихся у них средств на счетах в иностранной валюте, а также генерируемых свободных операционных денежных потоков в большинстве случаев хватает для осуществления предстоящих погашений. Оценка проводилась на основе предположения, что компании осуществляют свои капитальные расходы в соответствии со скорректированными планами, а также рефинансируют свою задолженность перед российскими банками.

По оценкам Банка России, в 2015 году банки имеют чистый буфер иностранной валюты (ликвидные активы минус внешняя задолженность к погашению) в размере 43 млрд долл. США (предполагалось рефинансирование обязательств перед Банком России, продление депозитов физических лиц, а также перераспределение валютной ликвидности в рамках банковских групп). Потенциальный дефицит ликвидности в иностранной валюте у отдельных банков суммарно не превышает 4 млрд долл. США – такая потребность может быть удовлетворена на рынке межбанковского кредитования либо за счет операций прямого репо с Банком России. Величина неизрасходованного лимита по операциям валютного рефинансирования на 9 июня 2015 года составила 14 млрд долл. США. Таким образом, валютной ликвидности достаточно для погашения внешних долгов – как банков, так и нефинансовых компаний.

4. ОЦЕНКА ФИСКАЛЬНОЙ УСТОЙЧИВОСТИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

4.1. Устойчивость федерального бюджета в среднесрочном и долгосрочном периоде

Долговая устойчивость федерального бюджета является ключевой задачей бюджетной политики и выступает важнейшей составляющей обеспечения общей финансовой стабильности. Наличие допустимого размера государственного долга позволяет осуществлять гибкую фискальную политику, осуществляя исполнение предписанных бюджетных обязательств в условиях конъюнктурных изменений размера доходов федерального бюджета. Суверенные обязательства, в свою очередь, формируют активы банков, страховых компаний, пенсионных фондов и других институциональных инвесторов, тем самым оказывая влияние на их финансовую устойчивость и стабильность финансового сектора в целом.

На протяжении последнего десятилетия долговая устойчивость российского федерального бюджета являлась одним из ключевых факторов макроэкономической стабильности. В течение этого периода российский государственный долг по мировым меркам находился на одном из самых низких уровней – на начало 2015 года он составил 14,4% ВВП, что заметно отличает Россию от многих не только развивающихся, но и развитых стран. Столь низкий государственный долг является свидетельством отсутствия значимых потребностей в финансировании дефицита, низкого уровня суверенных рисков и сохранения долговой устойчивости бюджета. Вместе с тем такой уровень государственного долга представляет проблему для банковского сектора в силу недостаточного объема высококачественного обеспечения и сложностей с соблюдением показателя краткосрочной ликвидности, предусмотренного Базелем III.

Помимо реализации консервативной долговой политики устойчивость федерального бюджета в течение последних 10 лет подкреплялась действующей системой накопления нефтегазовых доходов. В последние годы в рамках указанной системы вступило в действие «бюджетное правило», в соответствии с которым предельная величина расходов федерального бюджета рассчитывается исходя из доходов федерального бюджета, полученных при базовой цене на нефть (определяется как среднее историческое значение) и увеличенных не более чем на 1% ВВП. Таким образом, устанавливается ограничение на размер бюджетных расходов и, соответственно, бюджетного дефицита, тем самым бюджетное правило по сути лимитирует риски долговой устойчивости.

Снижение суверенного риска за счет формирования суверенных фондов (Резервного фонда и Фонда национального благосостояния) повысило в последние годы привлекательность российской экономики в целом и внутреннего рынка государственных заимствований в частности. После либерализации рынка облигаций федерального займа (ОФЗ) во второй половине 2012 года наблюдался приток иностранных инвестиций в ОФЗ, поскольку инвесторы высоко оценивали способность накопленной «бюджетной подушки» к абсорбированию возможных шоков. Фактически накопление в суверенных фондах нефтегазовых доходов позволило смягчить последствия кризиса 2008–2009 гг., а также противостоять внешним шокам второй половины 2014 года и в целом стать фактором снижения уязвимости государственного бюджета в среднесрочной перспективе.

Во второй половине 2014 года федеральный бюджет столкнулся с реализацией нескольких видов рисков. Во-первых, произошедшее масштабное падение цен на сырьевые товары привело к снижению валютной выручки от экспорта нефти и нефтепродуктов, что резко сократи-

Рисунок 12

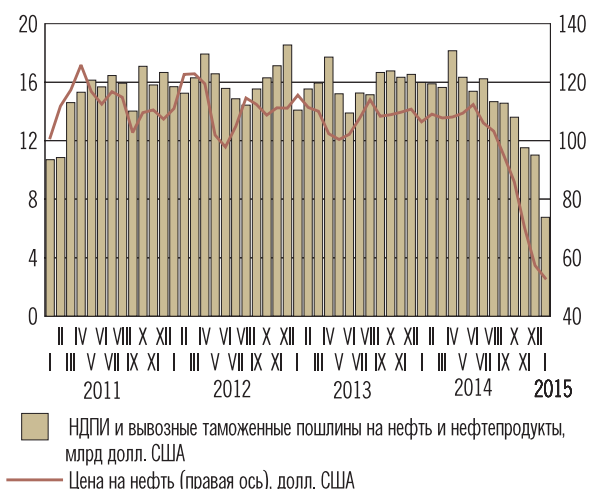
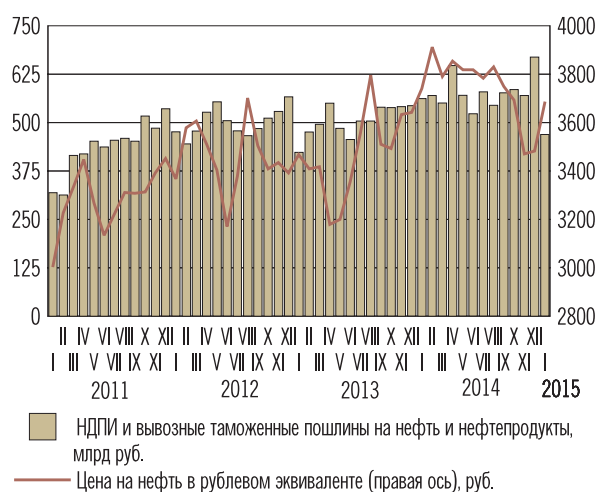
Динамика цен на нефть и нефтегазовых доходов федерального бюджета в долларовом эквиваленте

Рисунок 13

Динамика рублевой стоимости цен на нефть и нефтегазовых доходов федерального бюджета

ло долларовую сумму нефтегазовых поступлений в бюджет в части налога на добычу полезных ископаемых в виде углеводородного сырья и вывозных таможенных пошлин на нефть и нефтепродукты (рис. 12).

В то же время динамика курса рубля во второй половине 2014 года позволила частично компенсировать эффект выпадающих валютных поступлений за счет их курсовой переоценки и по состоянию на конец 2014 года в значительной степени сохранить нефтегазовые доходы бюджета в рублевом выражении (рис. 13). Тем не менее отношение нефтегазовых доходов федерального бюджета к ВВП за четыре месяца 2015 года снизилось более чем на 2 процентных пункта по сравнению с аналогичным показателем 2014 года. В случае сохранения цен на нефть в оставшийся период 2015 года на уровне, превышающем средний уровень за первые четыре месяца 2015 года (55 долл. США за баррель нефти марки Urals), можно ожидать сокращения указанного разрыва и сохранения тенденции к восстановлению объема нефтегазовых доходов федерального бюджета.

Второй фактор потенциальной уязвимости для федерального бюджета связан с макроэкономическими рисками: спадом в российской экономике и сокращением налоговой базы. В III и IV кварталах 2014 года продолжилось замедление темпов экономического роста (годовые темпы прироста реального ВВП составили 0,9 и 0,4% соответственно), в I кварта-

ле 2015 года реальный ВВП в годовом выражении, по предварительной оценке, сократился на 1,9%. Изменение реальных заработных плат также демонстрирует переход в область отрицательных значений. Годовые темпы их динамики в III и IV кварталах 2014 года составили 0,6 и –1,7% соответственно, в I квартале 2015 года, по предварительной оценке, – 8,3%. Среднесрочная тенденция к замедлению динамики характерна также для реальных квартальных нефтегазовых доходов бюджета, которые имели в 2014 году околонулевые годовые темпы прироста (рис. 14). Таким образом, можно констатировать, что с поправкой на общий рост уровня цен не происходит расширения налоговой базы, а следовательно, источников пополнения федерального бюджета.

В то же время реализация указанного фактора риска имеет ограниченное значение для устойчивости федерального бюджета. Во-первых, за первые четыре месяца 2015 года не наблюдается ухудшения в поступлении основных видов нефтегазовых доходов по отношению к ВВП. По данным Федерального казначейства, отношение доходов от НДС на товары, реализуемые на территории России, и акцизов к ВВП за этот период превышает аналогичные показатели за 2014 год на 0,6 и 0,1% соответственно. Во-вторых, в рамках бюджетной политики предусмотрено сокращение широкой группы федеральных расходов на 10%. Увеличение нефтегазового дефицита федерального бюджета относительно квартального номинального

Рисунок 14

Годовые темпы прироста квартальных реальных
нефтегазовых доходов федерального бюджета
и реального ВВП (% годовых)

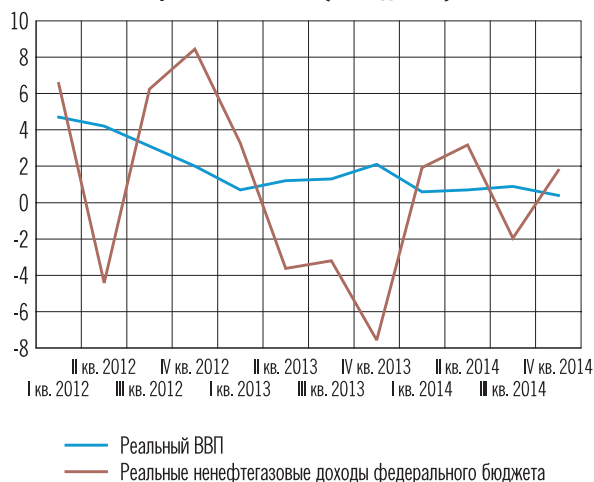


Рисунок 15

Годовые темпы прироста нефтегазовых доходов и
расходов федерального бюджета (% годовых)



ВВП в IV квартале 2014 года было обусловлено прежде всего повышением расходов федерального бюджета в декабре 2014 года. Указанное соотношение продолжает оставаться на приемлемом уровне и не превышает 20% (рис. 15).

Тем не менее повышение расходов федерального бюджета в декабре 2014 года стало проявлением третьего фактора риска – необходимости реализации антикризисной программы по поддержке экономики и финансового сектора. Наиболее существенная ее часть – внесение имущественного взноса в капитал Агентства по страхованию вкладов и выпуск ОФЗ на соответствующую сумму в совокупности с другими мерами привели к росту дефицита федерального бюджета и уровня суверенного государственного долга.

Изменение макроэкономических условий нашло отражение также на уровне государственного долга федерального бюджета. В соответствии с Федеральным законом № 384-ФЗ «О федеральном бюджете на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов» от 1 декабря 2014 года верхний предел государственного долга на 1 января 2016 года был установлен на уровне 7,2 трлн рублей. В соответствии с Федеральным законом от 20 апреля 2015 года № 93-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов» его уровень был повышен до 8,1 трлн рублей. При этом за период с ноября 2014 года по апрель 2015 года внутренний государственный

долг Российской Федерации фактически вырос с 5,7 трлн руб. до 7,1 трлн руб., то есть на 23%. В результате отношение внутреннего государственного долга Российской Федерации к ВВП с ноября 2014 года по апрель 2015 года возросло с 8 до 10%¹.

Столь существенный рост государственного долга практически не оказал влияния на уровень долговой устойчивости федерального бюджета. Долговая нагрузка России продолжает оставаться в международном сопоставлении одной из самых низких². С одной стороны, это означает, что суверенные риски по-прежнему остаются ограниченными, с другой – свидетельствует о наличии достаточного резерва для маневра по гибкому управлению российским государственным долгом. Таким образом, в случае дальнейшего ухудшения ситуации остается возможность по повышению уровня государствен-

¹ При расчете использовались данные по ВВП за 2014 год.

² Имеющиеся исследования, основанные на базовых моделях фискальной устойчивости (Ghosh, Atish R., Jun I. Kim, Enrique G. Mendoza, Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi, 2011), свидетельствуют, что оценка максимального устойчивого отношения российского государственного долга к ВВП превышает 70% (Michel A. Habib., Jean-Charles Rochet, 2013). В рамках указанных моделей максимально устойчивый уровень государственного долга к ВВП определяется на длительном горизонте с учетом долгосрочных значений параметров бюджета (доходов и расходов), темпов роста экономики и процентных ставок.

Рисунок 16

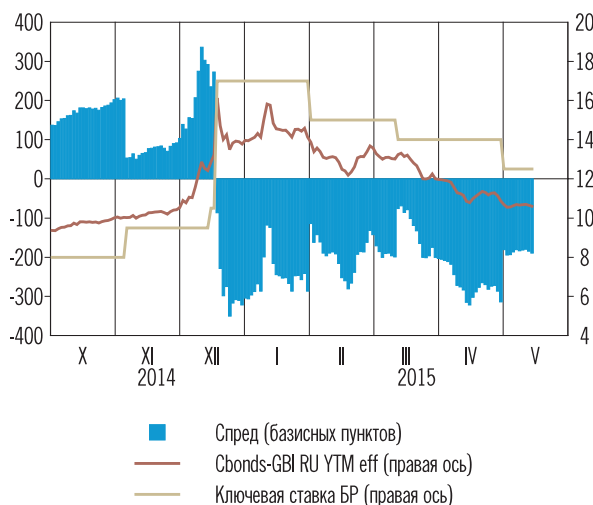
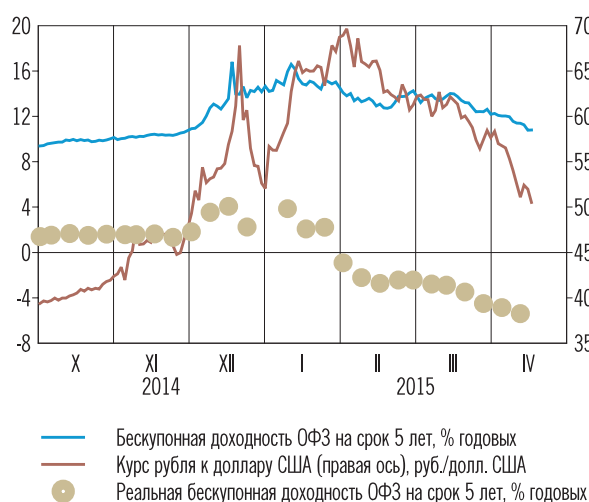
**Динамика средневзвешенной доходности на рынке ОФЗ
и ключевой ставки (%)**

Рисунок 17

**Динамика бескупонной доходности
и курса рубля к доллару США**

ного долга при сохранении суверенного риска на приемлемом уровне.

В первые четыре месяца 2015 года на фоне замедления роста инфляции и снижения процентных ставок наблюдалось повышение интереса к российским активам и оживление инвестиционного спроса на внутреннем финансовом рынке. Высокие уровни доходностей по суверенным обязательствам, наблюдавшиеся в конце 2014 года, при относительно низких суверенных рисках повысили привлекательность российских облигаций, включая ОФЗ, для внутренних и внешних инвесторов. Ожидания дальнейшего снижения инфляции и процентных ставок привели к повышению интереса участников к рынку ОФЗ, в результате чего объем размещений ОФЗ (по номиналу) за первые четыре месяца 2015 года составил 213,2 млрд руб. и почти в четыре раза превысил объем размещений ОФЗ за аналогичный период про-

шлого года. Основными группами покупателей ОФЗ на аукционах были российские дочерние структуры иностранных банков, частные российские банки, в меньшей степени государственные банки и небанковские финансовые организации.

С учетом ожиданий участников рынка по снижению ключевой ставки Банка России доходности ОФЗ в первые четыре месяца 2015 года имели нисходящую тенденцию, а индикатор средневзвешенной доходности устойчиво находился ниже ключевой ставки Банка России (рис. 16). При этом реальные бескупонные доходности ОФЗ перешли за этот период в область отрицательных значений (рис. 17). Таким образом, по мере последующего улучшения макроэкономической ситуации, снижения инфляции и ключевой ставки можно ожидать дальнейшего уменьшения номинальной доходности суверенных заимствований России.

Позиции нерезидентов на рынке ОФЗ

Ситуация на финансовых рынках в IV квартале 2014 года и I квартале 2015 года характеризовалась повышенной напряженностью. Рост процентных ставок в конце 2014 года негативно отразился на стоимости рублевых долговых ценных бумаг, а снижение суверенного рейтинга Российской Федерации международными рейтинговыми агентствами вызывало опасения, связанные с возможностью резкого выхода иностранных инвесторов из российских активов, в частности с российского рынка внутреннего государственного долга: после либерализации рынка ОФЗ (открытия счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций в российском центральном депозитарии) объем вложений иностранных инвесторов

Рисунок 18

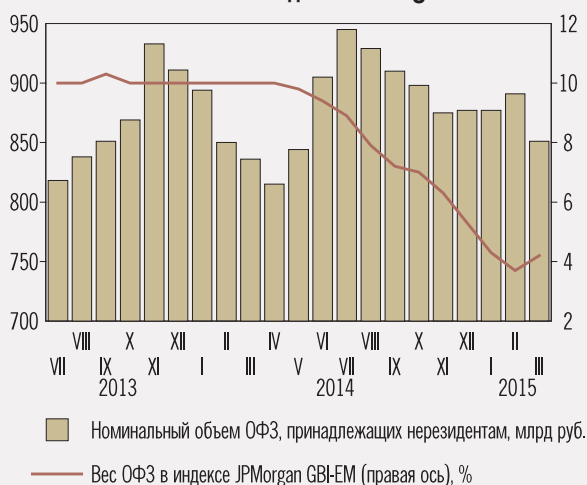
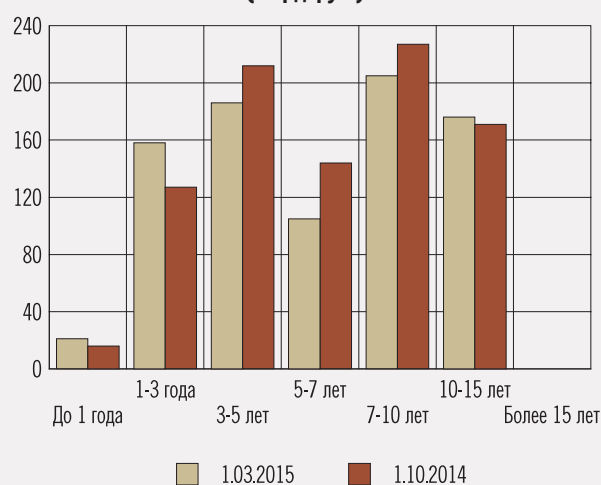
**Динамика объема вложений нерезидентов на рынке
ОФЗ и вес ОФЗ в индексе JPMorgan GBI-EM**

Рисунок 19

**Структура вложений нерезидентов в ОФЗ
(млрд руб.)**

возрос со 107 млрд руб. на начало 2012 года до исторически максимальной величины в 945 млрд руб. (или 26% рынка ОФЗ) в июле 2014 года.

Вместе с тем негативная конъюнктура не оказала существенного отрицательного влияния на позиции иностранных инвесторов на рынке ОФЗ. По состоянию на 1 марта 2015 года объем вложений нерезидентов составлял 851 млрд руб., или 18% от общего объема рынка. Таким образом, на сегодняшний день снижение объема вложений нерезидентов от максимального уровня составило 10%. Снижение доли нерезидентов связано в первую очередь с увеличением объема самого рынка за счет выпуска ОФЗ, направленных на докапитализацию банковской системы в объеме 1 трлн рублей. Если исключить указанные выпуски из рассмотрения, то доля нерезидентов на рынке составит 23%.

Снижение объема вложений нерезидентов в последние месяцы может быть связано с запланированным исключением ОФЗ из состава глобальных облигационных индексов и, соответственно, продажей ОФЗ со стороны индексных фондов. Так, в марте 2015 года было объявлено об исключении ОФЗ из состава инвестиционного сегмента (IG) индексов JPMorgan GBI-EM и EMBI (индексов облигаций развивающихся стран). Вес ОФЗ в индексе JPMorgan GBI-EM устойчиво снижался с середины 2014 года (рис. 18), а объем вложений нерезидентов показывал устойчивую корреляцию с данным показателем.

С середины марта 2015 года объем вложений нерезидентов в ОФЗ вырос на 50 млрд руб., что свидетельствует о сохранении интереса иностранных инвесторов к российскому рынку. Срочная структура вложений нерезидентов не претерпела существенных изменений: объемы вложений достаточно равномерно распределены по сегментам срочностью от 1 до 15 лет, при этом вложения в ОФЗ срочностью до 1 года и свыше 15 лет являются крайне незначительными.

4.2. Риски несбалансированности и долговой устойчивости бюджетов субъектов Российской Федерации

Риски несбалансированности региональных бюджетов

По итогам 2014 года по консолидированным бюджетам субъектов Российской Федерации был получен дефицит в размере 447,6 млрд руб., или 0,6% годового ВВП. По сравнению с 2013 годом, когда совокупный дефицит региональных бюджетов составил 642 млрд руб.³, ситуация с общей сбалансированностью региональных бюджетов улучшилась. Вместе с тем большинство регионов (78 из 85 субъектов Российской Федерации) исполнили бюджеты с дефицитом.

Некоторое снижение совокупной величины дефицита региональных бюджетов в 2014 году связано с преобладающим ростом доходов регионов над расходами в основном за счет увеличения собственных доходов (табл. 2). Темп роста собственных доходов в номинальном выражении в 2014 году составил 7%, в то время как в период низкой дефицитности бюджетов рост номинальных собственных доходов регионов превышал 17% (рис. 20). Сумма поступлений по налогу на прибыль приблизилась к максимальному значению 2012 года, равному 2,0 трлн рублей⁴.

Динамика поступлений по налогу на прибыль в 2014 году в разрезе субъектов Российской Федерации была разнонаправленной. В 29 регионах поступления по налогу на прибыль были меньше, чем в 2013 году. Наибольший вклад в прирост налоговых платежей

Таблица 2

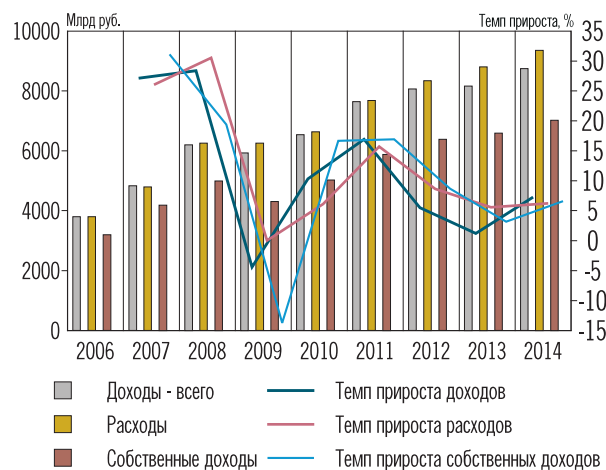
Показатели исполнения региональных бюджетов

	2014	2013	Изменение	
	млрд руб.	млрд руб.	млрд руб.	%
1. Доходы, всего	8 746,5	8 164,7	581,8	7
В том числе:				
1.1. собственные доходы, из них поступлений:	7 018,2	6 588,1	430,1	7
по налогу на прибыль	1 964,0	1 719,7	244,3	14
по налогу на доходы физических лиц	2 693,5	2 499,1	194,4	8
по налогу на имущество	957,5	900,7	56,8	6
1.2. безвозмездные поступления	1 728,3	1 576,6	151,7	10
2. Расходы, всего	9 353,3	8 806,7	546,6	6
3. Дефицит	447,6	642,0	-194,4	-30

Источник: Казначейство России.

Рисунок 20

Динамика доходов и расходов консолидированных бюджетов субъектов РФ



Источник: Казначейство России.

по прибыли внесли нефтегазодобывающие регионы (49,1 млрд руб. – Сахалинская область, 42,7 млрд руб. – Ханты-Мансийский автономный округ – Югра, 36,4 млрд руб. – Тюменская область).

Увеличения безвозмездных поступлений в региональные бюджеты из бюджетной системы в 2014 году на 151,7 млрд руб. (10%) оказалось недостаточно для обеспечения их сбалансированности (большая часть прироста безвозмездных поступлений обусловлена предоставлением дотаций и субсидий бюджетам субъектов Крымского федерального округа в размере 124,9 млрд руб.).

³ В 2013 году был отмечен значительный рост дефицитов бюджетной системы Российской Федерации на региональном уровне – по сравнению с 2012 годом совокупный дефицит консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации вырос в 2,3 раза.

⁴ В 2013 году поступления по налогу на прибыль снизились по сравнению с 2012 годом на 260 млрд руб., одной из причин снижения эксперты называют введение института Консолидированной группы налогоплательщиков.

Ожидается, что в 2015 году в условиях прогнозируемого экономического спада риски несбалансированности региональных бюджетов возрастут, дефицит консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации может превысить значение предыдущего года. Достичь бюджетной сбалансированности в текущих условиях можно будет только при изменении бюджетной политики центра, включая снижение доли софинансирования регионами программных мероприятий.

Долговая нагрузка консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации

Продолжающееся накопление дисбалансов региональных бюджетов повышает риски устойчивости бюджетной системы на уровне регионов. Государственный долг субъектов Российской Федерации увеличился с 2,2% ВВП в 2012 году до 2,9% ВВП в 2014 году.

Для покрытия возникающих дефицитов региональных бюджетов требуется все больший объем финансовых ресурсов. За последние пять лет долг консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации удвоился и составил 2,4 трлн руб.⁵ на 1 марта 2015 года (рис. 21).

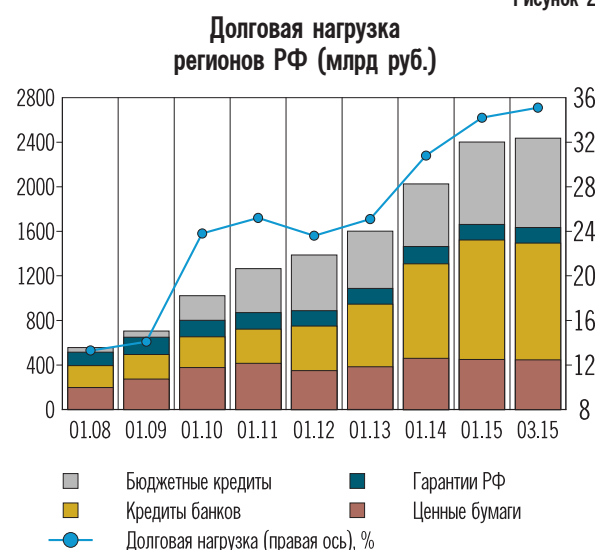
С начала 2014 года показатель долговой нагрузки консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации вырос с 31 до 35% на 1 марта 2015 года⁶. Более чем у половины субъектов РФ уровень долговой нагрузки превысил 55% от собственных доходов.

Из-за высокой долговой нагрузки для отдельных регионов доступ к рыночным источникам финансирования может быть частично закрыт. Кроме того, у этих регионов могут возникать сложности с рефинансированием имеющейся задолженности, поскольку банки становятся более избирательными при оценке регионального риска.

⁵ Включает государственный долг субъектов Российской Федерации и долг муниципальных образований.

⁶ Отношение совокупного долга консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации к собственным доходам (доходы без учета безвозмездных поступлений) за предшествующие 12 месяцев.

Рисунок 21



Источники: Минфин России, Казначейство России, собственные расчеты Банка России.

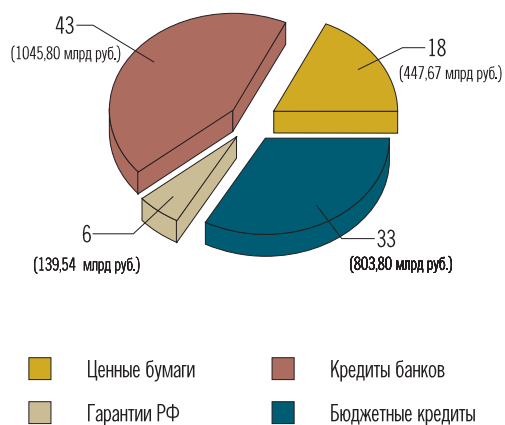
В структуре регионального долга наблюдается уменьшение доли рыночных заимствований и их замещение бюджетными кредитами (рис 22). Доля рыночного долга снизилась с 66% на 1 января 2014 года до 62% на 1 марта 2015 года, главным образом в результате сокращения задолженности по ценным бумагам за этот период на 11,7 млрд рублей.

Бюджетные кредиты предоставляются на частичное финансирование дефицита бюджета, а также на замещение обязательств регионов по банковским кредитам и ценным бумагам с целью сокращения расходов по государственному долгу. Процентная ставка по бюджетным кредитам в 2014 году была снижена до 0,1% годовых.

Пункт 1 Плана первоочередных мероприятий по обеспечению устойчивого развития экономики и социальной стабильности в 2015 году, утвержденного распоряжением Правительства Российской Федерации от 27 января 2015 года № 98-р, в качестве стабилизационной меры предусматривает увеличение бюджетных ассигнований на предоставление бюджетных кредитов субъектам Российской Федерации на 160 млрд руб. (при условии реализации субъектами РФ региональных антикризисных планов).

Несмотря на дополнительное предоставление бюджетных кредитов, задолженность консолидированных региональных бюджетов по банковским кредитам увеличилась с 846,3 млрд руб. на начало 2014 года до 1045,8 руб. на 1 марта

Рисунок 22
Структура государственного долга регионов РФ
на 1.03.2015 (%)



Источник: Минфин России.

2015 года. Банковские кредиты являются основным источником финансирования дефицитов региональных бюджетов, занимая в структуре регионального долга наибольший удельный вес (рис. 22). Особенно активно регионы при-

влекают банковские кредиты в конце года. Так, в декабре 2014 года задолженность по ним увеличилась на 31%, или 207,6 млрд рублей. Рост задолженности по банковским кредитам в конце года связан с погашением бюджетных кредитов со сроками в пределах финансового года и неравномерностью расходов. В конце 2015 года с учетом бюджетного дефицита и фактора сезонности следует ожидать увеличения задолженности региональных бюджетов перед банками.

В ситуации ограниченного доступа к рыночным ресурсам и роста стоимости рыночных заимствований расширение бюджетного кредитования оправдано, но является краткосрочным решением проблемы дефицитности региональных бюджетов. Вследствие накопленного в 2012–2014 годах дисбаланса региональных бюджетов и ожидаемого в 2015 году дефицита по консолидированным бюджетам регионов риски долговой устойчивости субъектов Российской Федерации возрастут.

5. РИСКИ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

5.1. Системные риски нефтегазового сектора

К началу 2015 года нефтегазовые компании столкнулись с двумя ключевыми внешними факторами, непосредственно влияющими на их основные финансовые показатели:

- значительное снижение цен на нефть,
- изменение системы налогообложения отрасли («налоговый маневр»).

Негативная динамика нефтяных цен наблюдалась на протяжении всего второго полугодия 2014 года. Среднемесячная цена нефти марки Urals снизилась с максимального уровня за прошлый год (109,7 долл. США за баррель), достигнутого в июне 2014 года, до 86,7 долл. США в октябре 2014 года (рис. 23). Минимальный уровень был достигнут в январе 2015 г. и составил 47,0 долл. США за баррель, после чего в течение I квартала 2015 г. цены на нефть показывали умеренное восстановление и в апреле 2015 года среднемесячная цена нефти марки Urals достигла 58,6 долл. США (общее снижение составило 46,6% по отношению к июню 2014 года). При этом снижение официального курса рубля к доллару США с июня 2014 года по апрель 2015 года составило 31,8%. Та-

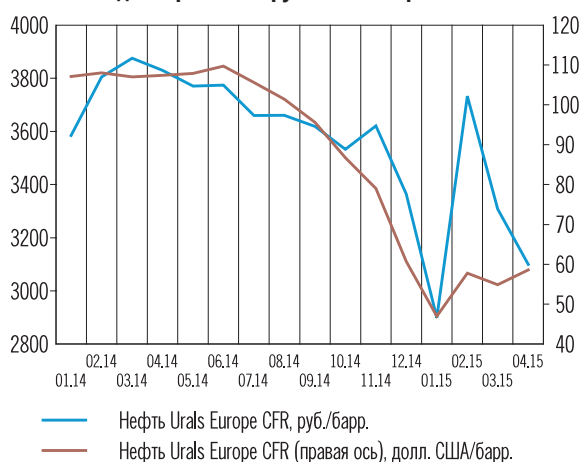
ким образом, падение цены нефти в рублевом выражении оказалось не таким масштабным (–17,9% к июню 2014 года).

Кроме того, основные налоги для нефтегазового сектора (экспортные пошлины и НДС) привязаны к доходам компаний и являются прогрессивными, то есть их доля в доходах компаний при снижении цен быстро падает, что существенно сглаживает влияние волатильности цен на рынке. Так, например, при общем снижении цен со 100 долл. США за баррель до 50 долл. США чистая выручка нефтедобывающих компаний в долларовом выражении снижается всего на 25,4–33,5% при разных уровнях налогообложения в 2014–2017 годах.

Экспортные цены на природный газ, которые определяются во внешнеторговых контрактах с привязкой к нефтяным котировкам с временным лагом 6–9 месяцев, показали плавную понижающую динамику, снизившись за период с июня 2014 года (пиковый уровень нефтяных котировок) по февраль 2015 года всего на 18,8% в долларовом выражении (рис. 24). Следовательно, по крайней мере до середины второго полугодия 2015 года цены на природный газ продолжат оставаться под давлением подешевевшей нефти.

Рисунок 23

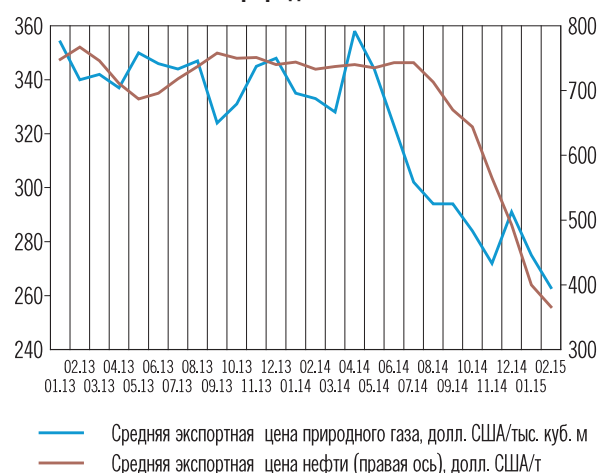
Динамика среднемесячной цены нефти марки Urals в долларовом и рублевом выражении*



* Пересчитано по официальному курсу Банка России.
Источник: Thomson Reuters.

Рисунок 24

Среднемесячные экспортные цены нефти и природного газа



Источники: Минэкономразвития России, ФТС России.

Аналогичным образом ослабление рубля позволяет газодобывающим компаниям компенсировать снижение экспортных доходов, номинированных в иностранной валюте.

Таким образом, несмотря на двукратное снижение экспортных цен, доходы нефтяных компаний в рублевом выражении изменятся в значительно меньшей степени. В то же время несмотря на то, что основная часть расходов является рублевой, снижение курса рубля оказывает негативное влияние и на издержки нефтегазовых компаний, так как расходы на покупку иностранного оборудования и на сервисные услуги иностранных компаний увеличатся пропорционально росту курса доллара США. Данный фактор может стимулировать нефтяные компании провести оптимизацию инвестиционных бюджетов из-за ограниченности финансовых ресурсов и приостановить или отменить некоторые низкорентабельные проекты.

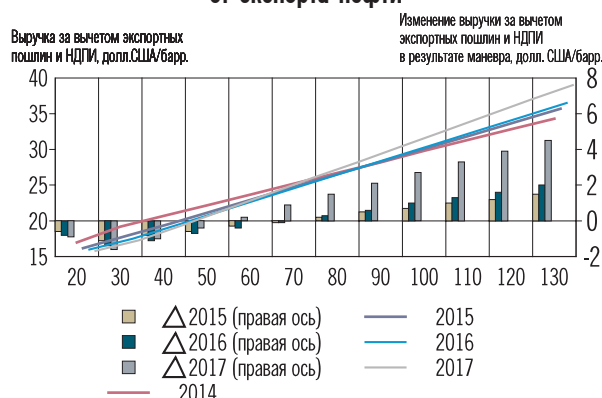
С 2015 года в сфере налогообложения нефтегазовых компаний проводится «налоговый маневр», предусматривающий снижение ставки вывозной таможенной пошлины на нефть и нефтепродукты при одновременном повышении базовой ставки налога на добычу нефти.

Обе предусмотренные «налоговым маневром» меры приведут к росту внутренней цены на нефть: первая – за счет сокращения внутреннего предложения нефти вследствие повышения доходности и увеличения объемов экспортных поставок, а вторая – за счет роста себестоимости добычи. По расчетам Банка России (рис. 25), изменение налоговой нагрузки на компании в результате «налогового маневра» является относительно несущественным в текущих условиях (в пределах $\pm 0,5$ долл. США/барр.). Заметная разница между новой и предыдущей редакцией «налогового маневра» в 2017 году объясняется сохранением неизменными в этом году величин базовой ставки НДС и предельной ставки экспортной пошлины до налоговых изменений в отличие от их последующей корректировки.

Таким образом, «налоговый маневр» приводит к выигрышу нефтедобывающих компаний за счет роста экспортной выручки компаний на 1 баррель добытой нефти после уплаты экспортных пошлин и НДС при цене более 70 долл. США за баррель в 2015–2016 годах

Рисунок 25

Сценарный анализ влияния «налогового маневра» на валютную выручку нефтедобывающих компаний от экспорта нефти*



* Без учета поправочных коэффициентов, характеризующих особенности добычи нефти на отдельных месторождениях, льготной ставки пошлины по добыче на месторождениях Восточной Сибири и сверхвязкой нефти.
Источник: расчеты банка России.

и начиная с 60 долл. США за баррель в 2017 году по сравнению с прежним режимом налогообложения.

При низких ценах на нефть валютная выручка компаний за вычетом экспортных пошлин и НДС меньше, чем до «налогового маневра». В рублевом выражении разница в полученной выручке также возрастает в случае ослабления рубля при данном уровне цен на нефть, номинированных в долларах США.

В целом «налоговый маневр» не оказывает существенного влияния на общую налоговую нагрузку отрасли, однако приводит к перераспределению доходов между сегментами добычи и переработки в пользу добывающих подразделений из-за повышения экспортного нетбэка нефти¹. Поэтому с целью компенсации выпадающих доходов нефтеперерабатывающего сектора и ограничения роста внутренних цен в рамках «налогового маневра» были одновременно снижены ставки по акцизам на нефтепродукты, уплачиваемым нефтеперерабатывающими предприятиями при их реализации на внутреннем рынке.

Крупнейшие компании нефтегазовой отрасли обладают одним из наиболее низких показателей долговой нагрузки среди российских ком-

¹ Экспортный нетбэк (export netback) – выручка от реализации нефти и нефтепродуктов за вычетом налогов в виде экспортных пошлин и акцизов и расходов на переработку, их транспортировку и реализацию.

Таблица 3

**Сценарный анализ влияния цен на нефть на агрегированный показатель
долговой нагрузки крупнейших нефтегазовых компаний***

Оцениваемый показатель	2014 (оценка)	Прогноз на 2015 год							
		40 долл. США / барр.		50 долл. США / барр.		60 долл. США / барр.		70 долл. США / барр.	
		Кэфф.	Δ	Кэфф.	Δ	Кэфф.	Δ	Кэфф.	Δ
Чистый долг / EBITDA (среднее)	0,9х	1,7х	+0,8х	1,4х	+0,5х	1,2х	+0,3х	1,1х	+0,2х
Чистый долг / EBITDA (медиана)	0,9х	1,5х	+0,6х	1,2х	+0,3х	1,1х	+0,2х	1,0х	+0,1х
EBITDA / Процентные расходы (среднее)	19,7х	10,3х	-9,4х	12,1х	-7,6х	13,9х	-5,8х	15,7х	-4,0х
EBITDA / Процентные расходы (медиана)	19,2х	9,3х	-10,0х	10,7х	-8,5х	12,1х	-7,1х	13,5х	-5,7х

* При предположении о сохранении величины чистого долга и процентных расходов на уровне последнего отчетного периода.

Источники: Bloomberg, S&P Capital IQ, отчетность компаний по МСФО и ОПБУ США, расчеты Банка России.

паний, определяемой коэффициентом Чистый долг/EBITDA.

В целом у большинства нефтяных компаний² показатель Чистый долг/EBITDA ниже 1х, а его среднее значение за последние два года находилось в диапазоне от 0,7х до 0,8х, что свидетельствует о высокой способности рассматриваемых компаний обслуживать свою задолженность перед внешними и внутренними кредиторами.

Для большинства компаний процентные платежи являются незначительными по сравнению с операционной прибылью (средний по отрасли

коэффициент покрытия процентов EBITDA/Процентные расходы – около 20х).

Согласно проведенным Банком России расчетам (табл. 3), при наиболее неблагоприятной конъюнктуре рынков (средняя цена на нефть на уровне 40 долл. США/барр. в 2015 году) средняя величина долговой нагрузки по выборке компаний на конец 2015 года останется на приемлемом уровне (Чистый долг/EBITDA = 1,7х). Способность компаний обслуживать свои долговые обязательства также сохранится на безопасном для финансовой устойчивости уровне (EBITDA/Процентные расходы = 10,3х).

² Рассчитано по выборке восьми компаний из числа крупнейших нефтегазовых компаний.

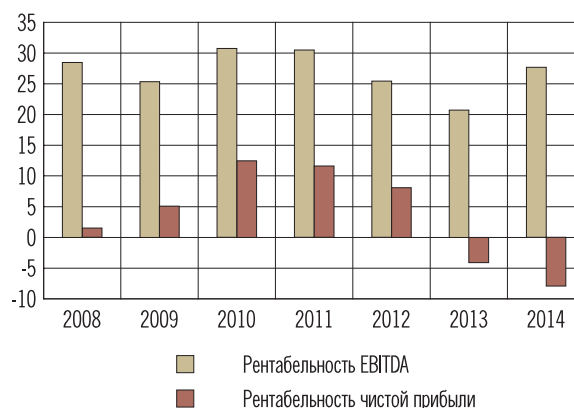
5.2. Финансовое положение отраслей с повышенной долговой нагрузкой

В условиях экономического спада российские компании столкнулись с необходимостью адаптации к новым макроэкономическим реалиям, и в первую очередь они проводят сокращение капитальных вложений, оптимизацию текущих расходов и снижение долговой нагрузки. Ослабление рубля предоставляет отраслям, обладающим экспортным потенциалом, существенное конкурентное преимущество, которое компенсирует сокращение внутреннего спроса за счет перенаправления продукции на внешние рынки. Отрасли, ориентированные на внутренний спрос, полагаются на поддержку в рамках различных стимулирующих государственных программ.

Металлургия и горная добыча

Финансовое состояние компаний, осуществляющих деятельность в сегменте цветной металлургии, выглядит более надежным по сравнению с компаниями из сегмента черной металлургии и угольными компаниями на фоне более стабильного спроса со стороны крупнейших потребителей продуктов цветной металлургии и относительно высоких уровней рентабельности этой отрасли по показателю EBITDA (более 35%). Риски характерны для отдельных

Рисунок 27
Средние показатели рентабельности крупнейших компаний отрасли* (%)



* Рассчитано по выборке 17 металлургических компаний из числа крупнейших.
Источники: консолидированная отчетность компаний, расчеты Банка России.

компаний с повышенной долговой нагрузкой, в особенности с высокой долей валютной составляющей долга и относительно низким уровнем экспортных доходов.

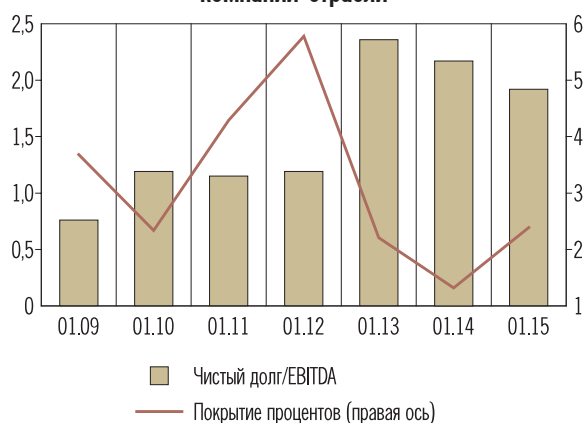
Рост рентабельности металлургических компаний в 2015 году представляется весьма ограниченным. Убытки по итогам 2014 года имеют преимущественно «неденежный» характер и связаны с переоценкой обязательств, выраженных в иностранной валюте, что оказывает давление на рентабельность по чистой прибыли (рис. 27).

На фоне ослабления рубля компании с устойчивым финансовым состоянием осуществляют постепенный делеверидж, выкупают с рынка облигации и акции: металлургические компании являются лидерами по досрочным погашениям еврооблигаций в 2015 году с объемом выкупленных обязательств более чем на 500 млн долл. США.

Строительство и операции с недвижимостью

Существенного снижения объемов строительных работ в настоящее время не наблюдается, ранее начатые проекты еще находятся на стадии завершения (в частности, в сегменте жилищного строительства, по данным Росстата, в I квартале 2015 года было введено в действие домов почти на треть больше, чем в аналогичный период годом ранее). Замедление в жилищном сегменте, по всей видимости,

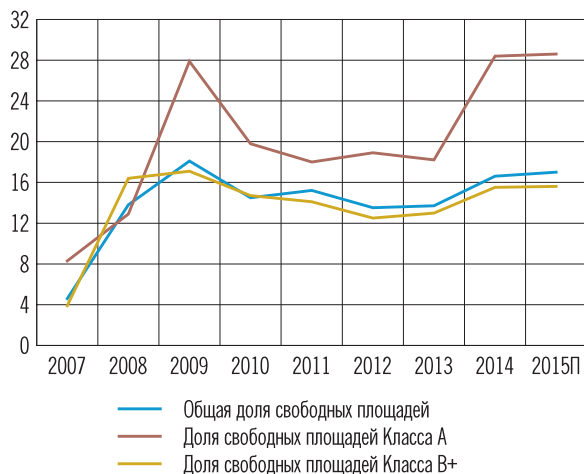
Рисунок 26
Средняя долговая нагрузка и коэффициент покрытия процентов (EBIT/процентные расходы) крупнейших компаний отрасли*



* Рассчитано по выборке 17 металлургических компаний из числа крупнейших.
Источники: консолидированная отчетность компаний, расчеты Банка России.

Рисунок 28

Доля свободных площадей на рынке офисной недвижимости в Москве (%)



Источник: Jones Lang LaSalle.

проявится ближе к концу текущего года и наряду с прочими факторами будет обусловлено сокращением объемов ипотечного кредитования (свыше 30% квартир приобретаются с привлечением данного инструмента). Наблюдаемое снижение арендных ставок в жилищном сегменте может привести к активизации продаж инвестиционных квартир на вторичном рынке.

Снижение спроса на рынке коммерческой недвижимости совпало с вводом в эксплуатацию значительного объема новых площадей, в результате чего доля свободных площадей в офисах соответствует историческому максимуму (17%³), а по итогам 2015 года, как ожидается, еще увеличится (рис. 28).

Ключевые риски строительных компаний связаны с относительно низкими показателями рентабельности, в особенности у компаний, оказывающих услуги строительного подряда и обладающих высокой долговой нагрузкой. Доля валютных кредитов в общей структуре долга по виду экономической деятельности «Строительство» невелика (не более 20% от величины долга). Вместе с тем у отдельных компаний доля кредитов в иностранной валюте может быть повышенной, что делает проблематичным обслуживание их долгов при выручке, номинированной в рублях. В сегменте «Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг» доля долга в иностранной валюте достигает 36%. По оценкам, порядка трети кон-

³ Данные Jones Lang LaSalle.

Рисунок 29

Сальдированный финансовый результат строительной отрасли (млрд руб.)



Источник: Росстат.

трактов по аренде недвижимости могут быть номинированы в долларах США или евро, однако с учетом ослабления рубля и спада деловой активности с конца 2014 года наблюдалась тенденция к пересмотру арендных ставок – в том числе их привязка к рублю, что в существенной степени повышает валютные риски для девелоперских компаний.

Электроэнергетика

В 2015 г. объемы генерации электроэнергии могут продемонстрировать незначительное снижение вслед за снижением ВВП: определенную поддержку спросу обеспечат ориентированные на экспорт отрасли с высоким уровнем потребления электроэнергии в производстве. Ослабление рубля окажет умеренно негативное влияние на финансовую устойчивость компаний и в основном по каналу осуществления инвестиционных программ (доля импортной составляющей оценочно может достигать 20–30% в капитальных вложениях компаний), тогда как доля долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте, минимальна. Позитивным моментом является умеренный уровень долговой нагрузки сектора (в среднем по крупнейшим компаниям показатель Чистый Долг/EBITDA⁴ составляет около 1,8).

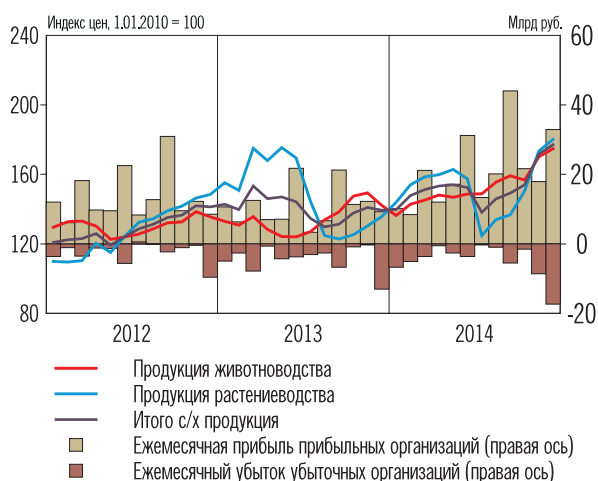
⁴ Рассчитано по выборке 33 электроэнергетических компаний из числа крупнейших на основе данных консолидированной отчетности по итогам 2014 года.

Основным фактором, оказывающим давление на финансовое состояние электроэнергетических компаний на фоне сложившейся неблагоприятной конъюнктуры, является необходимость выполнять обязательства по масштабным инвестиционным программам, невыполнение (или перенос сроков реализации) которых может повлечь за собой штрафные санкции. Кроме того, ценообразование на рынке электроэнергетики и теплоснабжения регулируется государством, проекты имеют длительные сроки окупаемости и низкие показатели внутренней нормы доходности, что делает компании в существенной степени подверженными изменениям банками стоимости кредитования. Вместе с тем, как ожидается, с 2015 года генерирующие компании начнут получать средства в рамках договоров на поставку мощностей (ДПМ) по объектам, запуск которых был осуществлен в предыдущие годы, что должно положительно отразиться на балансах компаний.

Сельское хозяйство

Финансовое положение компаний сельскохозяйственной отрасли в 2014 году остается дифференцированным: прибыльным предприятиям удалось заметно повысить рентабельность продаж, убыточные, напротив, нарастили убытки (рис. 30). Увеличение рентабельности продаж у компаний отрасли объясняется существенным ростом цен на продукцию во втором полугодии

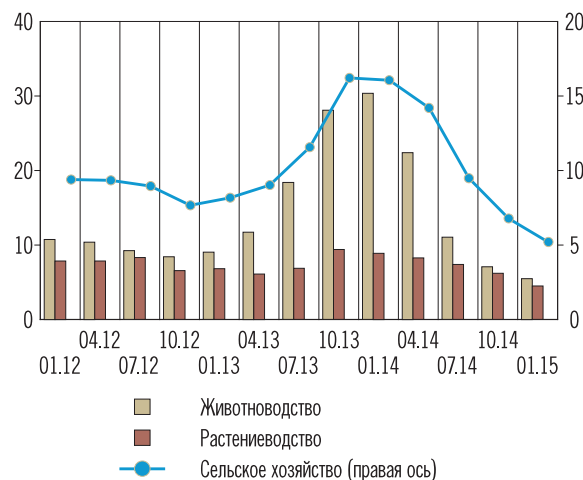
Рисунок 30
Индекс цен по производимой продукции и финансовый результат сельскохозяйственных компаний



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 31

Оценка долговой нагрузки компаний отрасли по показателю «Кредиты и займы / операционная прибыль»



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

2014 года как по причине ослабления рубля, так и введения продуктового эмбарго на ряд продовольственных товаров. В то же время ослабление рубля привело к росту цен на минеральные удобрения, обслуживание импортной техники, посевной материал и прочие зависимые от валютного курса расходы, что ограничит дальнейший рост рентабельности и вызовет увеличение издержек у компаний в 2015 году.

Агрегированный расчетный показатель долговой нагрузки (Кредиты и займы/операционная прибыль) в 2014 году показал значительное снижение с 16,1 на начало 2014 года до 5,2 на начало I квартала 2015 года (рис. 31). Основными причинами сокращения стали рост прибыльности, существенное снижение объемов полученных кредитов и общее ухудшение условий кредитования сельскохозяйственной отрасли со стороны банковского сектора.

Доля кредитов в иностранной валюте в среднем по отрасли очень низкая (около 5% от общей задолженности по состоянию на начало 2015 года), что подразумевает незначительные валютные риски для отрасли. Рост данного показателя в 2014 году был обусловлен ослаблением рубля, в то время как выдача новых валютных кредитов практически прекратилась.

Высокая долговая нагрузка обуславливает существенную подверженность отрасли процентным рискам как по новым, так и по текущим рублевым кредитам.

Автомобильная отрасль

После резкого роста спроса на легковые автомобили по старым ценам в конце 2014 года в I квартале 2015 года годовые темпы прироста продаж автомобилей возобновили падение. Автомобильная отрасль является цикличной отраслью, где в период экономического спада может наблюдаться существенное падение. Так, по прогнозам Ассоциации европейского бизнеса, в 2015 году продажи легковых автомобилей могут сократиться на четверть, а рынок грузового автотранспорта переживет пик спада.

По итогам 2015 года многие крупные компании, как ожидается, покажут убытки, в том числе и по причине того, что ослабление рубля оказывает давление на рентабельность автопроизводителей, выручка которых в основном является рублевой, а в затратах существенная часть определяется валютной составляющей. Необходимо также отметить повысившийся в 2014 году уровень долговой нагрузки крупней-

ших автопроизводителей (медиана показателя Чистый долг/EBITDA увеличилась с 3,2 до 4,0)⁵ и снижение способности обслуживать долги.

Тем не менее положительными факторами, которые могут оказать поддержку отрасли, являются продление государственной программы утилизации на 2015 год, а также наличие определенного экспортного потенциала (рынки Ближнего Востока, Африки, Латинской Америки, Юго-Восточной Европы). Ряд крупнейших автопроизводителей уже объявили о планах по увеличению экспорта легковых и грузовых автомобилей в 2015 году на 20–40%. Вместе с тем увеличения экспорта автомобилей, по данным Федеральной таможенной службы, пока не наблюдается. За январь-март текущего года экспорт легковых автомобилей снизился на 9% в тыс. тонн и на 44% в стоимостном выражении, а экспорт грузовых автомобилей – на 22 и 30% соответственно.

⁵ Рассчитано по выборке четырех компаний из числа крупнейших.

Убытки компаний в виде курсовых разниц в результате ослабления рубля

По итогам 2014 года многие крупные компании зафиксировали убытки и/или снижение собственного капитала, связанные с признанием отрицательных курсовых разниц в результате переоценки долговых обязательств из-за ослабления рубля. Ниже перечислены особенности влияния данной переоценки на финансовое состояние компаний.

1. Убытки, вызванные переоценкой обязательств в иностранной валюте, являются «неденежными» и не классифицируются как реальные оттоки денежных средств компании.

Кроме того, у компаний есть опция при составлении консолидированной отчетности не отражать напрямую данные убытки в отчете о прибылях и убытках в данном отчетном периоде. В этом случае изменение курсовых разниц при переоценке задолженности отражается в прочем совокупном доходе, который входит в состав капитала, и не влияет на размер чистой прибыли в отчетном периоде (стандарт МСФО 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка»).

Также следует отметить, что курсовые разницы от переоценки долговых обязательств в основном характерны для компаний-экспортеров, привлекающих долги в иностранной валюте и естественным образом хеджирующих валютный риск за счет обеспечения встречных потоков в виде выручки в иностранной валюте. Переоценка долга у данных компаний происходит одномоментно, тогда как экспортная выручка в рублевом выражении растет на протяжении последующих периодов.

2. Получение компанией курсовых убытков при хороших показателях операционной деятельности, приемлемом уровне долговой нагрузки, как правило, не является показателем ухудшения финансового состояния организации для инвесторов и кредиторов (примером являются отдельные крупные компании, которые по итогам 2014 года отчитались о существенном курсовом убытке, но показали хорошие результаты на операционном уровне, что позволило осуществить выкуп долгов, выплатить дивиденды по акциям).

3. Как показал опрос Банком России порядка 20 компаний из числа крупнейших, в кредитных договорах/договорах займа количественные ковенанты не содержат таких показателей, как чистая прибыль или собственный капитал. Ограничительные условия, как правило, устанавливаются по показателям операционной деятельности: Долг/EBITDA, Чистый долг/EBITDA, EBIT/процентные расходы и прочие. Показатели EBITDA и EBIT «очищаются» от эффекта переоценки. Таким образом, отражение на балансе отрицательной переоценки не приведет к досрочному востребованию долга кредиторами или инвесторами.

4. В отличие от банков доля собственного капитала в пассивах нефинансового сектора является достаточно существенной: в среднем около 44% по выборке из 57 компаний. Поэтому по капиталу, как правило, есть значительный запас для абсорбции убытков от курсовых разниц, и на системном уровне данная переоценка не вызовет снижения стоимости чистых активов компаний ниже уставного капитала (в результате у контрагентов появляется право потребовать от организации досрочно исполнить обязательства перед ними, а у налоговых органов – право обратиться в суд с требованием о ликвидации компании). Ситуация в крупных компаниях регулярно отслеживается Банком России.

6. ОЦЕНКА СИСТЕМНЫХ РИСКОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

6.1. Риски кредитования нефинансовых организаций

В условиях закрытия внешних рынков капитала и роста процентных ставок по внешним займам нефинансовые организации проявляют повышенный спрос на привлечение валютных кредитов у российских банков. При этом спрос на кредиты в рублях постепенно снижается (рис. 32). Качество кредитного портфеля существенно дифференцировано по валюте кредита. На фоне незначительного роста доли просроченной задолженности по кредитам в иностранной валюте (+0,1 процентного пункта за период с октября 2014 года по март 2015 года – до 1,9%) отмечается ускоренный рост просроченной задолженности по кредитам в рублях (+1,5 процентного пункта, до 6,7% за аналогичный период). Высокое качество кредитного портфеля в иностранной валюте обусловлено преимущественно высокой степенью кредитоспособности заемщиков-экспортеров (организации топливно-энергетического сектора, химического производства и так далее).

Доля ссуд IV–V категорий качества по предоставленным кредитам и займам юридическим лицам (в том числе субъектам МСП)¹ выросла на 1,3 процентного пункта за рассматриваемый период, до 7,8% на 1 апреля 2015 года. Ухудшение качества портфеля кредитов нефинансовым организациям в рублях сохранится и до конца 2015 года. Об этом свидетельствуют темпы роста просроченной задолженности, опережающие темпы роста кредитного портфеля.

Ситуация по отдельным видам экономической деятельности также дифференцирована. Наибольшая доля просроченной задолженности наблюдается по кредитам организациям, осуществляющим сельскохозяйственную деятельность, а также занимающимся строительством (рис. 33). Наибольший рост просроченной задолженности с начала 2015 года отмечает-

ся в таких видах экономической деятельности, как строительство (+2,5 процентного пункта, до 13,9% по кредитам в рублях), производство машин и оборудования для сельского и лесного хозяйства (с нулевого уровня на 2 процентных пункта по кредитам в иностранной валюте), оптовая и розничная торговля (+1,7 процентного пункта, до 7,4% по кредитам в рублях и +1,9 процентного пункта, до 5,4% по кредитам в иностранной валюте), производство кок-

Рисунок 32

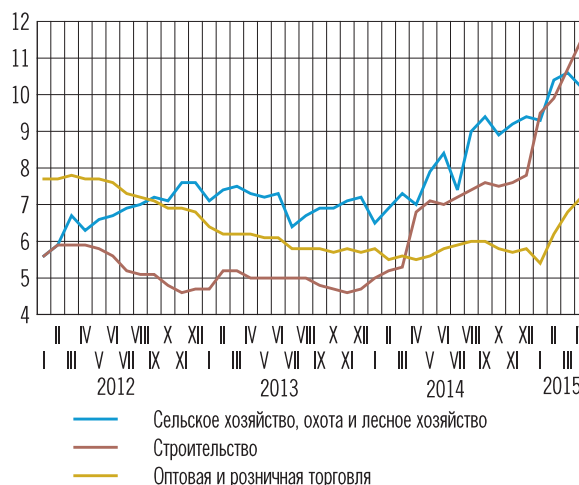
Годовые темпы прироста ссудной задолженности по
кредитам нефинансовым организациям (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 33

Доля просроченной задолженности по отдельным видам
экономической деятельности (%)



Источник: Банк России.

¹ За исключением кредитных организаций.

са, нефтепродуктов и ядерных материалов (+1,4 процентного пункта, до 12,3% по кредитам в рублях).

По итогам 2015 года годовые темпы прироста ссудной задолженности по кредитам нефинансовым организациям могут составить

9–11%. Из-за роста количества убыточных нефинансовых организаций, а также роста величины убытков по таким организациям в I квартале 2015 года в будущем ожидается увеличение просроченной задолженности по кредитам данной категории заемщиков.

6.2. Риски на рынке ипотечного кредитования

Рынок ипотечного кредитования переходит в новую фазу: кредитная экспансия в данном сегменте сменяется периодом ужесточения требований к потенциальным заемщикам. В условиях снижения реальных доходов населения и роста безработицы ожидается увеличение доли «плохих» ссуд в портфелях банков. Ухудшение качества кредитного портфеля будет обусловлено значительным объемом выдач ссуд с повышенным уровнем риска: в 2014 году на ссуды со значением LTV² более 70% и РТИ³ более 50% приходилось 24,5% кредитов, выданных банками, тогда как в 2013 году – 20,8% выдач (рис. 34). Однако повторения ситуации аналогично той, которая сложилась на рынке необеспеченного потребительского кредитования, не будет, что подтверждается результатами стресс-теста, проведенного Банком России совместно с крупнейшими банками, специализирующимися на данном сегменте кредитования.

В последнем квартале 2014 года на фоне ослабления рубля и роста инфляционных ожиданий население стремилось сохранить сбережения, в связи с чем наблюдалась реализация отложенного спроса на ипотечные кредиты (рис. 35).

Во второй половине декабря 2014 года банки ужесточили стандарты андеррайтинга и повысили процентные ставки по кредитам. Минимальные требования к первоначальному взносу были повышены на 10–20 процентных пунктов, до 20–30%. При этом выдача кредитов в январе-феврале 2015 года частично осуществлялась по заявкам, одобренным до повышения ставок, в связи с чем средний уровень ставок по предоставленным рублевым ипотечным кредитам в январе-марте 2015 года повысился лишь на 1,7–2 процентных пункта по сравнению с декабрем и составил 14,2–14,5%.

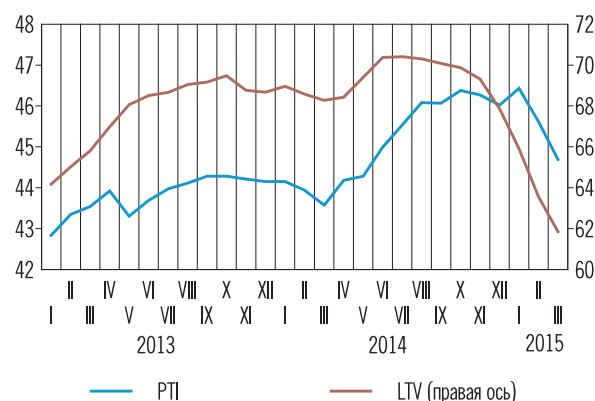
Ужесточение требований при кредитовании в совокупности с ростом процентных ставок

по ипотечным кредитам привело к снижению спроса на данный вид кредитования в I квартале 2015 года. Уже в январе 2015 года объем предоставленных рублевых кредитов был на 10% меньше аналогичного периода 2014 года. За январь-февраль снижение составило 25% (рис. 35), а по итогам I квартала – 35%. Предоставление новых кредитов осуществлялось преимущественно со значением LTV менее 80%.

Одним из факторов поддержки сегмента ипотечного кредитования в 2015 году станет правительственная программа субсидирования процентной ставки, в рамках которой может быть предоставлено кредитов на общую сумму до 400 млрд рублей. Однако даже с уче-

Рисунок 34

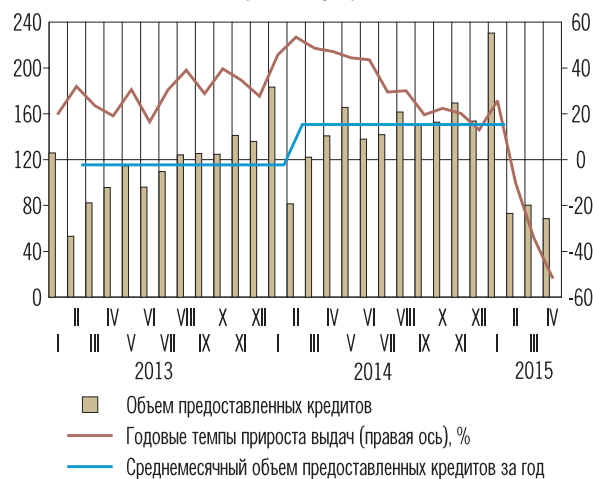
Характеристики выдаваемых ипотечных жилищных кредитов (%)



* По состоянию на 1 апреля 2015 года на данную группу банков приходится свыше 75% ссудной задолженности по жилищным (в том числе ипотечным жилищным) кредитам. Источники: данные крупнейших банков, специализирующихся на ипотечном кредитовании, расчеты Банка России.

Рисунок 35

Ипотечные жилищные кредиты (млрд руб.)

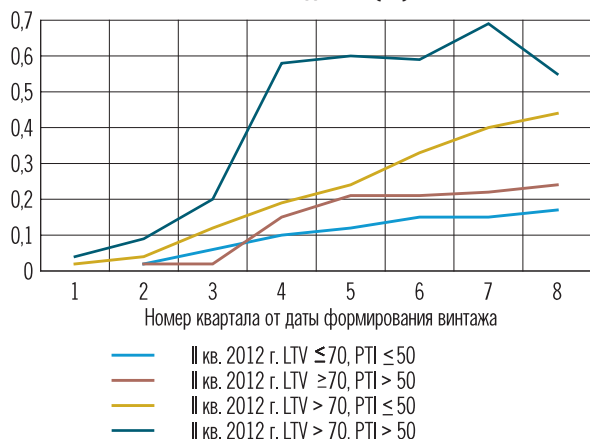


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

² Коэффициент LTV рассчитывался как отношение ссудной задолженности к рыночной стоимости жилья.

³ Коэффициент РТИ рассчитывался как отношение суммы платежа по кредиту в течение месяца к среднемесячному доходу заемщика.

Рисунок 36

Доля ссуд с просроченными платежами
свыше 90 дней* (%)

* Данные, доступные за наиболее ранний период.

Источники: данные крупнейших банков, специализирующихся на ипотечном кредитовании, расчеты Банка России.

Рисунок 37

Качество портфеля ипотечных
жилищных ссуд (%)

Источник: Банк России.

том данной программы общий объем кредитов, предоставленных в 2015 году, может снизиться на 30–40% по сравнению с предыдущим годом. Банк России также принял ряд мер, направленных на стимулирование банков предоставлять ипотечные кредиты с пониженным уровнем риска (с высоким первоначальным взносом и низкой долговой нагрузкой заемщика)⁴. Кроме того, были ограничены риски по ипотечным кредитам в иностранной валюте⁵.

Несмотря на ожидаемое сокращение спроса на ипотечные кредиты в 2015 году, снижение цен на жилую недвижимость будет умеренным, так как, во-первых, рост цен в предыдущие периоды был ограниченным, то есть не наблюдалось ценового «пузыря» на рынке недвижимости, а во-вторых, застройщики могут ограничить предложение на рынке нового жилья (как это было в кризис 2008–2009 гг.). В связи с этим риски банков, связанные с обесценением залога недвижимости по ипотечным кредитам, оцениваются как умеренные.

Несмотря на наблюдаемое ухудшение, качество портфеля ипотечных кредитов остается высоким, хотя и существенно дифференциро-

вано по валюте кредита и по таким параметрам, как LTV и PTI (рис. 36). Доля просроченной задолженности по кредитам в иностранной валюте составляет 13,4% на 1 апреля 2015 года, в то время как по кредитам в рублях – лишь 1%. Годовой темп прироста «плохих» ссуд⁶ увеличился с 15,4% на 1 октября 2014 года до 47,6% на 1 апреля 2015 года (рис. 37).

В целях мониторинга системных рисков на рынке ипотечного кредитования Банк России совместно с крупнейшими банками – участниками сегмента ипотечного жилищного кредитования проводит регулярное стресс-тестирование портфеля ипотечных ссуд. Стресс-сценарии учитывают значительное ухудшение таких макроэкономических факторов, как безработица и реальные доходы населения, что сказывается на снижении платежеспособности заемщиков. В случае реализации наиболее пессимистического сценария доля «плохих» ссуд (номинарованных в рублях) за 2015 год может увеличиться с 1,2 до 3,7%, как из-за роста кредитных рисков, так и из-за снижения кредитной активности банков.

Таким образом, согласно результатам стресс-теста, по итогам 2015 года может наблюдаться рост просроченной задолженности по ипотечным ссудам, однако доля «плохих» ссуд в кредитном портфеле останется на приемлемом уровне и банки будут способны выполнять нормативы достаточности капитала.

⁴ По ссудам с LTV менее 50% и PTI менее 40% коэффициент риска с 1 января 2015 года снижен с 0,7 до 0,5. Был снижен минимальный уровень резерва по ипотечным кредитам без просроченных платежей с 0,5 до 0,35%.

⁵ По ипотечным ссудам в иностранной валюте, выданным после 1 апреля 2015 года, был увеличен коэффициент риска с 1 до 3.

⁶ Номинарованных в рублях и в иностранной валюте.

6.3. Риски необеспеченного потребительского кредитования

Активность банков в сегменте необеспеченного потребительского кредитования продолжает снижаться. С декабря 2014 года наблюдаются отрицательные месячные темпы прироста совокупного объема ссудной задолженности (–1,1% в декабре 2014 года –1,8%, –1,8 и –1,7% в январе-марте 2015 года). С исключением фактора сезонности падение потребительского кредитования за декабрь 2014 – март 2015 года составило –4,5%.

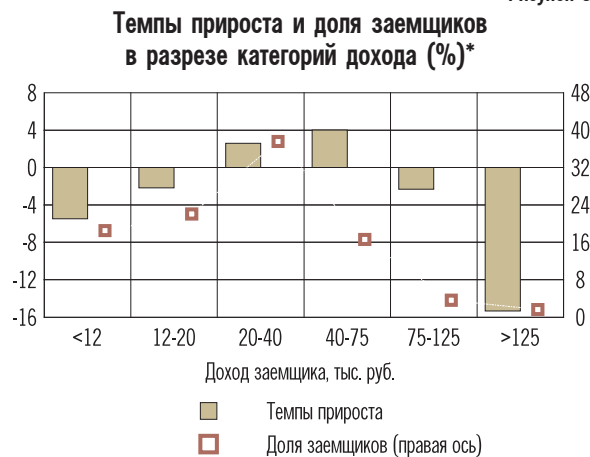
На фоне возросшей стоимости фондирования и отрицательных темпов роста реальных доходов населения ключевые игроки розничного рынка продолжают ужесточать требования к потенциальным заемщикам, прежде всего к величине располагаемого дохода. Банки переориентируют кредитные продукты на клиентов со средним и высоким уровнем подтвержденных доходов (рис. 38). Предпринимаемые меры позволили сохранить показатели долговой нагрузки заемщиков на уровне 2014 года даже несмотря на существенное ухудшение макроэкономических условий в ноябре-декабре 2014 года. Так, по данным анкетирования розничных банков⁷, уровень долговой нагрузки клиентов (коэффициент РТИ)⁸ перед одним банком на 1 апреля 2015 года составлял 31%, а среднее количество обслуживаемых кредитов заемщиком – 1,32.

Повышение требований к новым заемщикам происходит на фоне реализации риска по поколениям кредитов (далее – винтажи), выданных в 2013 году, характеризующимся высоким уровнем долговой нагрузки заемщиков (рис.

39). Как следствие, доля «плохих» ссуд (потребительских ссуд с просроченными платежами свыше 90 дней) продолжала расти и на 1 апреля 2015 года достигла 14,2%. В этих условиях у банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, произошло падение рентабельности капитала: с 12,2 до 2,8% за 2014 год и до отрицательного уровня в –6,8% на 1 апреля 2015 года.

Улучшение качества винтажей, наблюдаемое с конца 2013 года, отчасти обусловлено мерами Банка России по охлаждению рынка потребительского кредитования. Как следствие, ужесточение стандартов андеррайтинга создает предпосылки к преодолению тенденции ухуд-

Рисунок 38

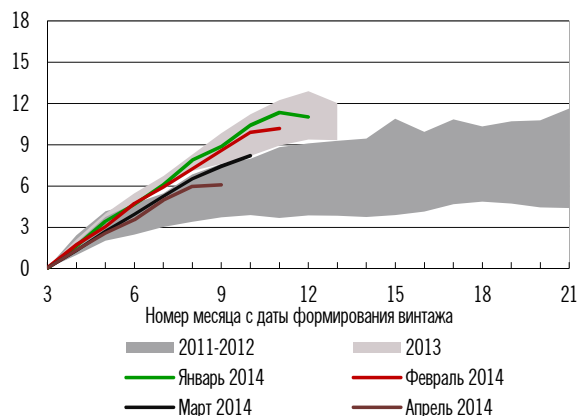


* Проект Банка России по обследованию ссудной задолженности физических лиц (данные на 1 апреля 2015 года). Охват составил 56% рынка розничного кредитования. В выборку были включены 25 крупнейших розничных банков по объему кредитного портфеля населению, у которых доля кредитов населению в активах банка превышает 10%.

Источник: данные анкетирования Банка России.

Рисунок 39

Динамика показателя NPL90+ по винтажам выдачи кредита (%)*



* Рассчитано по данным НБКИ.

Источник: данные НБКИ, расчеты Банка России.

⁷ Проект Банка России по обследованию ссудной задолженности физических лиц (данные на 1 апреля 2015 года). Охват составил 56% рынка розничного кредитования. В выборку были включены 25 крупнейших розничных банков по объему кредитного портфеля населению, у которых доля кредитов населению в активах банка превышает 10%.

⁸ Отношение суммы обязательных выплат к величине дохода заемщика за квартал. В данном случае при расчете показателя в числителе указывается объем задолженности физических лиц перед одним банком и не учитывается задолженность перед другими банками и некредитными финансовыми организациями.

шения качества портфелей розничных банков. По мере замещения высокорисковых винтажей 2013 года новыми кредитами с относительно низкой долговой нагрузкой будет происходить стабилизация доли необслуживаемых ссуд. Ожидается, что пик снижения качества потребительских кредитов будет пройден в конце 2015 года при достижении доли «плохих» ссуд уровня 16,5–17,0%.

Восстановление рентабельности кредитных организаций, специализирующихся на необеспеченном потребительском кредитовании, будет медленным. В данной ситуации для снижения нагрузки на капитал и оптимизации расходов розничные банки сокращают филиальные сети и расширяют практику переуступки кредитов внешним коллекторским агентствам (142 млрд руб. в IV квартале 2014 года, 132 млрд руб. в I квартале 2015 года).

6.4. Процентный риск банковского сектора

Повышение уровня процентных ставок в российской экономике на протяжении 2014 года в результате роста рыночной волатильности и ужесточения денежно-кредитной политики Банка России привело к реализации процентного риска банковского сектора. Для сохранения депозитной базы банки повысили ставки привлечения средств физических лиц и нефинансовых организаций. В декабре 2014 года ставка по депозитам физических лиц в рублях на срок до 1 года, включая депозиты «до востребования», выросла на 6,1 процентного пункта, ставка по депозитам нефинансовых организаций на срок до 1 года, включая депозиты «до востребования», выросла на 5,2 процентного пункта. При этом ставки по рублевым кредитам сроком до года повысились в декабре 2014 года на 0,2 процентного пункта для физических лиц и на 4,4 процентного пункта для нефинансовых организаций. Таким образом, в ответ на увеличение стоимости фондирования в рублях в краткосрочном периоде банки не перенесли в полной степени процентные расходы на заемщиков и столкнулись со снижением чистых процентных доходов.

Предпосылки для реализации процентного риска формировались в банковском секторе задолго до декабря 2014 года и отражались в увеличении отрицательного гэпа между объ-

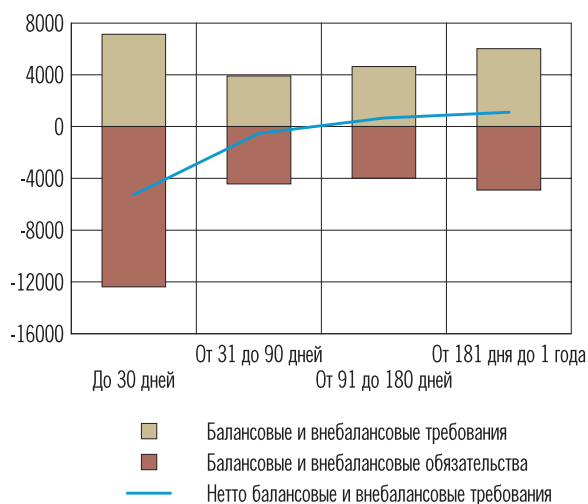
емом краткосрочных активов и обязательств (рис. 40).

Превышение объема краткосрочных обязательств над требованиями объясняется несколькими факторами. Во-первых, банки увеличили объем привлекаемого рефинансирования Банка России, предоставляемого под плавающие ставки (в 2014 году задолженность кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России увеличилась на 2,8 трлн руб., до 7,3 трлн руб.). Во-вторых, из-за возможности досрочного закрытия вклада или снятия части вклада существенная часть средств фактически переводится населением и компаниями на новые, более доходные вклады. Третьей причиной является невысокая доля активов с плавающими ставками на балансах российских банков (хотя в ряде случаев банки в соответствии с условиями кредитного договора имели право на изменение процентной ставки в одностороннем порядке, что и было реализовано в случае, если позволяло финансовое положение заемщика).

В целях анализа влияния процентного риска на устойчивость банковского сектора Банком России в феврале 2015 года было проведено стресс-тестирование 28 крупнейших банков по состоянию на начало 2015 года, предполагавшее повышение рублевых процентных ставок на 650 процентных пунктов (что соответствовало фактически реализованному повышению ключевой ставки Банка России с 16 декабря 2014 года). Результаты стресс-теста показывают, что совокупный гэп на горизонте до 30 дней составил бы –5,3 трлн рублей. Вследствие реализации процентного риска средневзвешенная достаточность собственных средств анализируемой группы банков в течение года снизилась бы с 11,9 до 10,9%. Дефицит капитала банков, достаточность собственных средств которых снизилась бы ниже 10%, мог бы составить 210 млрд рублей. Стоит отметить, что эти оценки не учитывали докапитализацию банковского сектора.

Снижение Банком России ключевой ставки до 11,5% годовых способствовало существенному уменьшению потенциальных убытков банковского сектора от реализации процентного риска. В I квартале 2015 года уже началось

Рисунок 40
Срочная структура требований и обязательств банков, чувствительных к процентному риску (млрд руб.)



изменение тренда: рост рублевых депозитных ставок замедлился и сменился снижением, что привело к сокращению размера отрицательного гэпа между требованиями и обязательствами. Вместе с тем возникает новый риск, что предоставление кредитов по более низким ставкам после периода привлечения дорогих депозитов приведет к уменьшению процентных доходов банковского сектора. В связи с тем, что ставки по краткосрочным депозитам выросли больше, чем по долгосрочным (в декабре 2014 года по вкладам физических лиц +6,1 процентного пункта на срок до года и +3,3 процентного пункта на срок свыше года), можно ожидать, что значительная часть «дорогих» вкладов будет погашена до конца текущего года. Однако риск оттока депозитов будет сдерживать банки от существенного снижения процентных ставок по новым вкладам.

Рост ставок на зарубежных денежных рынках вслед за ожидаемым повышением ключевой ставки ФРС США не должен оказать существенного негативного влияния на процентную маржу российских банков в связи с тем, что значительная часть кредитов в иностранной валюте предоставлена ими также по плавающим ставкам.

Одним из важнейших факторов сокращения потенциальных потерь от реализации процентного риска является качество систем риск-менеджмента в банках. По результатам опроса крупнейших банков о практике организации системы управления процентным риском выявлено, что в большинстве банков:

- разработана и утверждена политика управления процентным риском (в половине банков – как составная часть общей политики управления рисками), разработана система внутренних отчетов для целей информирования об уровне процентного риска;
- существует система лимитов для ограничения риска как для банковской, так и для торговой книги, а также процедуры по ее мониторингу и регулярному пересмотру, определен перечень мероприятий и процедур в случае превышения лимитов;
- используются разнообразные методы оценки процентного риска (метод дюрации, метод

гэп-анализа, оценка чувствительности инструментов, оценка VaR, стресс-тестирование).

Ряд банков осуществляют хеджирование процентного риска, используя валютные свопы, процентные свопы, валютно-процентные свопы, FRA, валютные фьючерсы, опционы на процентные ставки, ОФЗ. Остальные банки не хеджируют процентный риск. Основными контрагентами в операциях хеджирования являются крупные кредитные организации (как резиденты, так и нерезиденты), крупные российские корпоративные клиенты.

В целом организация процессов управления процентным риском в крупных российских банках соответствует мировой практике и рекомендациям Базельского комитета по банковскому надзору. Тем не менее в целях совершенствования систем управления процентным риском банкам можно рекомендовать:

- обеспечить большую независимость подразделений, ответственных за управление процентным риском, от бизнес-подразделений банка во избежание конфликта интересов;
- более четко формализовать принципы организации работы всех элементов системы управления процентным риском (мониторинг, установление лимитов, стресс-тестирование, хеджирование, обмен информацией, процедуры по сокращению уровня процентного риска и другие);
- регулярно проводить оценки системы управления процентным риском службой внутреннего контроля;
- развивать практики верификации моделей оценки процентного риска;
- развивать систему лимитов для ограничения процентного риска по банковской книге, не ограничиваясь только общим лимитом на величину капитала на покрытие процентного риска.

Помимо этого, можно рекомендовать банкам увеличивать долю активов с плавающей процентной ставкой для клиентов, имеющих возможность хеджировать процентный риск. Увеличение объема инструментов с плавающими ставками позволит не допустить резких изменений чистого процентного дохода в период волатильности рыночных процентных ставок.

7. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ НЕКРЕДИТНЫХ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

Сегмент некредитных финансовых организаций не несет в себе значимые риски финансовой стабильности из-за относительно небольших размеров (6% совокупных активов финансовой системы). В то же время Банк России осуществляет мониторинг рисков, негативно влияющих на качественное и бесперебойное выполнение некредитными финансовыми организациями своих функций.

7.1. Страховые организации

По итогам 2014 года российские страховщики смогли показать **приемлемую рентабельность собственных средств** (16% против 12% в 2013 году). Однако реальная рентабельность была несколько ниже, так как данный показатель учитывает введенный Банком России мораторий на переоценку ценных бумаг¹, а также проведенную через прочие доходы помощь со стороны собственников.

Неблагоприятная макроэкономическая обстановка отразилась на спросе на страховые услуги. По итогам 2014 года **темпы прироста страховых премий снизились** на 3,3 процентного пункта, до 8,5%, в результате объем страхового рынка составил 987,8 млрд рублей. В I квартале 2015 года замедление продолжилось – темп прироста премий составил 1%.

В 2014 году определенные трудности наблюдались на рынке ОСАГО, что было связано с недостаточностью страховых тарифов и сложившейся судебной практикой. В ответ на рост убыточности по ОСАГО многие страховщики приняли решение об оптимизации региональных сетей, сокращении и продаже розничного портфеля либо уходе с рынка.

На этом фоне началась масштабная **реформа системы ОСАГО**, в рамках которой были

увеличены лимиты ответственности по возмещению вреда имуществу со 120 до 400 тыс. руб. каждому потерпевшему, а также по возмещению вреда жизни или здоровью каждого потерпевшего со 160 до 500 тыс. руб.; также был значительно упрощен порядок возмещения необходимых расходов на восстановление здоровья потерпевшего. С учетом этого Банк России скорректировал тарифы и поправочные коэффициенты в ОСАГО. Данные меры были призваны нормализовать ситуацию с убыточностью по ОСАГО и повысить доступность страховых услуг.

Позитивный тренд наметился также в динамике судебных расходов страховщиков: в IV квартале 2014 года произошло сокращение доли выплат по решению суда в общем числе оплаченных убытков по ОСАГО.

Внешнеполитическая обстановка оказывает влияние на процесс организации **перестраховочной защиты** для рисков компаний, на которые распространяются экономические санкции, объектов двойного или военного назначения и объектов, расположенных в Республике Крым. В этой связи страховщиками при участии Банка России проводятся меры по привлечению альтернативных емкостей, в том чис-

Рисунок 41

Актуальные проблемы страхового рынка (по данным анкетирования страховщиков)



Источник: данные анкетирования Банка России.

¹ Информационное письмо Банка России от 19 марта 2015 года № 015-57/2477 «Об отражении в первом полугодии 2015 года стоимости ценных бумаг в отчетности в порядке надзора».

ле ведется работа по налаживанию взаимодействия с перестраховщиками стран БРИКС.

Согласно опросу Банка России, проведенному среди ведущих страховщиков (в опросе приняли участие 22 компании, чья суммарная рыночная доля по итогам 2014 года составила 73%) в I квартале 2015 года (рис. 41), наиболее актуальной проблемой для страховых организаций представляется обесценение национальной валюты. В частности, 13 из 22 ведущих страховщиков имели по итогам 2014 года короткую открытую валютную позицию (ОВП) с учетом оценки величины обязательств по автострахованию, привязанных к курсу иностранных валют; у семи анализируемых компаний от-

ношение короткой ОВП к капиталу превышало 50%. Таким образом, финансовая устойчивость страховщиков, в первую очередь работающих в сегменте ОСАГО и страхования автокаско, находится в сильной зависимости от колебаний курсов валют.

Второй по значимости проблемой участники опроса назвали **активизацию мошенничества**, что сказывается на росте страховых выплат и расходов страховщиков на дополнительные проверки в процессе урегулирования убытков. На третье место была отнесена проблема **снижения спроса в розничных видах страхования**.

Антикризисные меры страховых организаций

Для улучшения результатов от страховой деятельности большинство страховщиков, специализирующихся на страховании ином, чем страхование жизни, повышают тарифы по автокаско, отказываются от работы по убыточным видам страхования, а также продвигают применение франшизы.

Страховщики в условиях кризиса взяли курс на оптимизацию расходов (рис. 42). По итогам 2014 года доля расходов на ведение дела во взносах в целом по рынку сократилась до 29,1%, что на 8,2 процентного пункта ниже показателя 2013 года.

Наиболее популярной мерой снижения расходов в 2015 году станет оптимизация затрат на рекламу и маркетинг, при этом у отдельных компаний снижение этой статьи бюджета достигнет 85,0%.

Активно отслеживается эффективность региональных сетей: более 40% опрошенных страховщиков продолжают рассматривать возможность закрытия части офисов продаж, прежде всего в регионах с высокой убыточностью автострахования. Более чем у трети опрошенных страховщиков предполагаются сокращения сотрудников. Оптимизация данных расходов, с одной стороны, позволяет в краткосрочной перспективе поддерживать рентабельность бизнеса, однако с другой стороны, без внедрения эффективных электронных технологий может негативно сказаться на доступности и качестве страховых услуг.

В рамках антикризисных мер в 2015 году треть ведущих страховщиков планируют задействовать финансовую поддержку от акционеров.

Рисунок 42

Меры по оптимизации расходов (% от числа опрошенных)



Источник: данные анкетирования Банка России.

Рисунок 43

Меры по управлению страховым портфелем и капиталом (% от числа опрошенных)



* Из числа страховщиков, специализирующихся на страховании ином, чем страхование жизни.
Источник: данные анкетирования Банка России.

7.2. Негосударственные пенсионные фонды

В 2014 году на фоне высокой волатильности финансового рынка итоги работы НПФ оказались нейтральными. Годовая доходность НПФ по пенсионным накоплениям составила 4,9%, что было ниже инфляции (11,4%), но выше доходности ПФР (2,6%); доходность по пенсионным резервам снизилась до 1,9% (табл. 4). При этом по итогам 2014 года девять НПФ получили убыток по пенсионным накоплениям. В 2014 году с учетом моратория на перевод накопительной части пенсии прирост средств пенсионных накоплений был незначительным (на 4%, до 1 132 млрд руб. по рыночной стоимости). Средства пенсионных резервов увеличились на 8,2%, до 900 млрд рублей.

В 2014 году Банк России с целью повышения прозрачности и надежности пенсионного рынка обязал пенсионные фонды, работающие в системе обязательного пенсионного страхования, пройти **процедуру акционирования**, а также вступить в систему гарантирования пенсий до конца 2015 года. Всего за период с 1 января 2014 года по 30 апреля 2015 года процедуру акционирования прошли 63 НПФ, из которых 26 вступили в **систему гарантирования прав застрахованных лиц**.

В условиях нестабильности на российском финансовом рынке для НПФ выросли риски, связанные с **качеством инвестиционных вложений**. Актуальной является проблема инвестиций в аффилированные структуры, а также в такие непрозрачные с точки зрения оценки их стоимости инструменты, как ЗПИФ и ипотечные сертификаты участия. С целью ограничения кредитных рисков Банком России были

приняты меры по ужесточению требований к активам, в которые могут быть инвестированы пенсионные накопления. С 1 июля 2015 года НПФ должны будут ограничить вложения как в проекты собственных акционеров, так и в финансовые активы группы связанных лиц.

Для НПФ, вступивших в систему гарантирования, начали действовать **новые правила перевода накопительной части пенсии**, фактически увеличивающие горизонт инвестирования с 1 года до 5 лет. Это позволит НПФ вкладывать средства пенсионных накоплений в долгосрочные активы, что может привести к увеличению рыночных рисков инвестирования.

В 2015 году в пенсионную систему поступило свыше 600 млрд руб. **«размороженных» средств пенсионных накоплений**, сформированных во второй половине 2013 года и по итогам переходной кампании 2013–2014 годов, что будет способствовать снижению дефицита долгосрочных инвестиций и стоимости фондирования на российском финансовом рынке.

После нескольких лет неопределенности относительно будущей судьбы накопительной части пенсии Правительство РФ приняло **решение о сохранении накопительного элемента в пенсионной системе** и возобновлении ее работы с 2016 года в прежнем режиме. Это решение будет способствовать притоку длинных денег в экономику страны, что особенно важно в условиях ограниченного доступа к внешним рынкам капитала. Кроме того, активизация деятельности НПФ на российском фондовом рынке обеспечит более корректное ценообразование финансовых активов, что будет способствовать ценовой стабилизации и снижению волатильности на российском фондовом рынке.

Таблица 4

Доходность инвестирования средств НПФ

Показатели	Единицы измерения	2013		2014	
		Пенсионные накопления	Пенсионные резервы	Пенсионные накопления	Пенсионные резервы
Доходность НПФ	%	7,4	5,3	4,9	1,9
Доходность ПФР	%	6,7	-	2,6	-
НПФ, получившие убыток	шт.	2	3	9	13
НПФ, получившие отрицательную реальную доходность	шт.	26	49	86	112
НПФ, получившие доходность выше инфляции	шт.	63	68	1	3
НПФ, получившие доходность выше инфляции на 1,0% и более	шт.	42	50	1	2
НПФ, получившие доходность выше инфляции на 2,0% и более	шт.	16	29	1	2

7.3. Профучастники рынка ценных бумаг

Рост нестабильности на финансовом рынке в IV квартале 2014 года способствовал увеличению спроса на услуги профучастников рынка ценных бумаг. В частности, за декабрь 2014 года по сравнению с декабрем 2013 года количество их активных клиентов увеличилось на 44,0%, до 87,8 тыс. человек. Обороты на Московской бирже выросли на 14,6%, до 515 145 млрд руб. за счет валютного (+46,5%) и срочного (+26,2%) сегментов (табл. 5).

В то же время в декабре 2014 года профучастники столкнулись с **трудностями привлечения ликвидности**. После решения Банка России по повышению ключевой ставки до 17% произошло сжатие денежного рынка. Предложение ликвидности со стороны банков резко со-

кратилось, поскольку кредитные организации сами нуждались в свободных средствах. Ставки для брокеров по междилерскому репо превысили 27% годовых (рис. 44). Брокеры были вынуждены занимать по высоким ставкам для поддержания маржинальных позиций клиентов во избежание массовой распродажи активов.

Тем не менее серьезных проблем в виде остановки цепочки кредитования под залог ценных бумаг, как произошло во время кризиса 2008 года, не возникло, чему способствовало проведение операций на денежном рынке Национальным клиринговым центром. Следствием этого стало **восстановление в течение последней недели 2014 года объема торгов** на рынке репо и снижение ставок до верхней границы процентного коридора Банка России (рис. 44 и 45).

Таблица 5

Динамика основных показателей деятельности профучастников рынка ценных бумаг

Показатели	Ед. изм.	2013	2014	I кв. 2015
Количество брокерских организаций	шт.	880	804	778
Обороты Московской биржи	млрд руб.	449 380	515 145	127 670
Междилерское репо	млрд руб.	74 237	57 152	10 573
Репо с ЦК	млрд руб.	3 750	25 028	9 536
Количество зарегистрированных клиентов	тыс. чел.	1 105	1 190	1 232
Количество активных клиентов (за последний месяц периода)	тыс. чел.	61	88	82
Активы	млн руб.	834 372	1 065 289	1 213 931
Собственные средства	млн руб.	498 670	301 933	302 572
Долговая нагрузка (обязательства/капитал)	%	96	171	169
Доля неисполненных обязательств по сделкам репо	%	0,02	0,02	0,02

Рисунок 44

Ставка заимствований брокеров у банков на рынке междилерского репо без ЦК (%)



Источник: Банк России по данным Московской биржи.

Рисунок 45

Объем заимствований брокеров у банков, включая рынок репо с ЦК (млрд руб.)



Источник: Банк России по данным Московской биржи.

Реализация рыночных рисков в декабре 2014 года привела к **снижению размера собственных средств брокеров** с 499 до 302 млрд руб., однако брокеры смогли избежать крупных случаев неисполнения обязательств.

Со своей стороны Банк России **усиливает надзор за деятельностью профучастников**. В частности, были разработаны новые требования к их отчетности (начиная с отчетности

за I квартал 2015 года), предполагающие еженедельный мониторинг внебиржевых операций у ряда брокеров. Одновременно Банк России прорабатывает **механизм прямого предоставления ликвидности брокерам** в кризисных ситуациях через сделки репо с ЦК, что позволит ограничить разрастание проблем с ликвидностью профучастников во время рыночных шоков.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Изменение ключевых индикаторов российского финансового рынка.....	7
2. Изменение ключевых индикаторов глобального финансового рынка.....	9
3. Индекс доллара (USDX) и цена на нефть.....	12
4. Цена на нефть и прогнозы Bloomberg и EIA.....	13
5. Динамика цен на основные сырьевые товары по состоянию на апрель 2015 г.	13
6. Экспорт стали и цена на стальную продукцию.....	13
7. Динамика индикаторов валютного рынка.....	16
8. Динамика продаж валютной выручки экспортеров и объем торгов на валютном рынке	17
9. Динамика доходностей облигаций российских эмитентов и долгосрочный международный суверенный рейтинг РФ в иностранной валюте	19
10. Основные факторы изменения внешнего долга банков и нефинансовых организаций в 2014 г.	21
11. График предстоящих выплат по внешнему долгу (включая процентные платежи) банков и нефинансовых организаций	21
12. Динамика цен на нефть и нефтегазовых доходов федерального бюджета в долларовом эквиваленте	23
13. Динамика рублевой стоимости цен на нефть и нефтегазовых доходов федерального бюджета	23
14. Годовые темпы прироста квартальных реальных ненефтегазовых доходов федерального бюджета и реального ВВП.....	24
15. Годовые темпы прироста ненефтегазовых доходов и расходов федерального бюджета	24
16. Динамика средневзвешенной доходности на рынке ОФЗ и ключевой ставки.....	25
17. Динамика бескупонной доходности и курса рубля к доллару США	25
18. Динамика объема вложений нерезидентов на рынке ОФЗ и вес ОФЗ в индексе JPMorgan GBI-EM	26
19. Структура вложений нерезидентов в ОФЗ	26
20. Динамика доходов и расходов консолидированных бюджетов субъектов РФ	27
21. Долговая нагрузка регионов РФ	28
22. Структура государственного долга регионов РФ на 1.03.2015.....	29
23. Динамика среднемесячной цены нефти марки Urals в долларовом и рублевом выражении	30
24. Среднемесячные экспортные цены нефти и природного газа.....	30
25. Сценарный анализ влияния «налогового маневра» на валютную выручку нефтедобывающих компаний от экспорта нефти	31
26. Средняя долговая нагрузка и коэффициент покрытия процентов (EBIT/процентные расходы) крупнейших компаний отрасли.....	33
27. Средние показатели рентабельности крупнейших компаний отрасли	33
28. Доля свободных площадей на рынке офисной недвижимости в Москве	34
29. Сальдированный финансовый результат строительной отрасли	34

30. Индекс цен по производимой продукции и финансовый результат сельскохозяйственных компаний	35
31. Оценка долговой нагрузки компаний отрасли по показателю «Кредиты и займы / операционная прибыль»	35
32. Годовые темпы прироста ссудной задолженности по кредитам нефинансовым организациям	38
33. Доля просроченной задолженности по отдельным видам экономической деятельности	38
34. Характеристики выдаваемых ипотечных жилищных кредитов	40
35. Ипотечные жилищные кредиты	40
36. Доля ссуд с просроченными платежами свыше 90 дней	41
37. Качество портфеля ипотечных жилищных ссуд	41
38. Темпы прироста и доля заемщиков в разрезе категорий дохода	42
39. Динамика показателя NPL90+ по винтажам выдачи кредита	42
40. Срочная структура требований и обязательств банков, чувствительных к процентному риску	44
41. Актуальные проблемы страхового рынка (по данным анкетирования страховщиков)	46
42. Меры по оптимизации расходов	47
43. Меры по управлению страховым портфелем и капиталом	47
44. Ставка заимствований брокеров у банков на рынке междилерского репо без ЦК	49
45. Объем заимствований брокеров у банков, включая рынок репо с ЦК	49

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Темпы прироста ВВП	8
2. Показатели исполнения региональных бюджетов	27
3. Сценарный анализ влияния цен на нефть на агрегированный показатель долговой нагрузки крупнейших нефтегазовых компаний	32
4. Доходность инвестирования средств НПФ	48
5. Динамика основных показателей деятельности профучастников рынка ценных бумаг	49

ПЕРЕЧЕНЬ ВСТАВОК

Влияние снижения кредитного рейтинга РФ на финансовую стабильность	18
Позиции нерезидентов на рынке ОФЗ	25
Убытки компаний в виде курсовых разниц в результате ослабления рубля	37
Антикризисные меры страховых организаций	47

